

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE
PROBLÈME DES TRANSFERTS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le Vendredi 22 Novembre 1929, à 14 heures

PAR

Maurice COUVE DE MURVILLE

Président : M. AFTALION.

Suffragants } MM. LESCURE, Professeur.
MAUNIER, Professeur.



PARIS

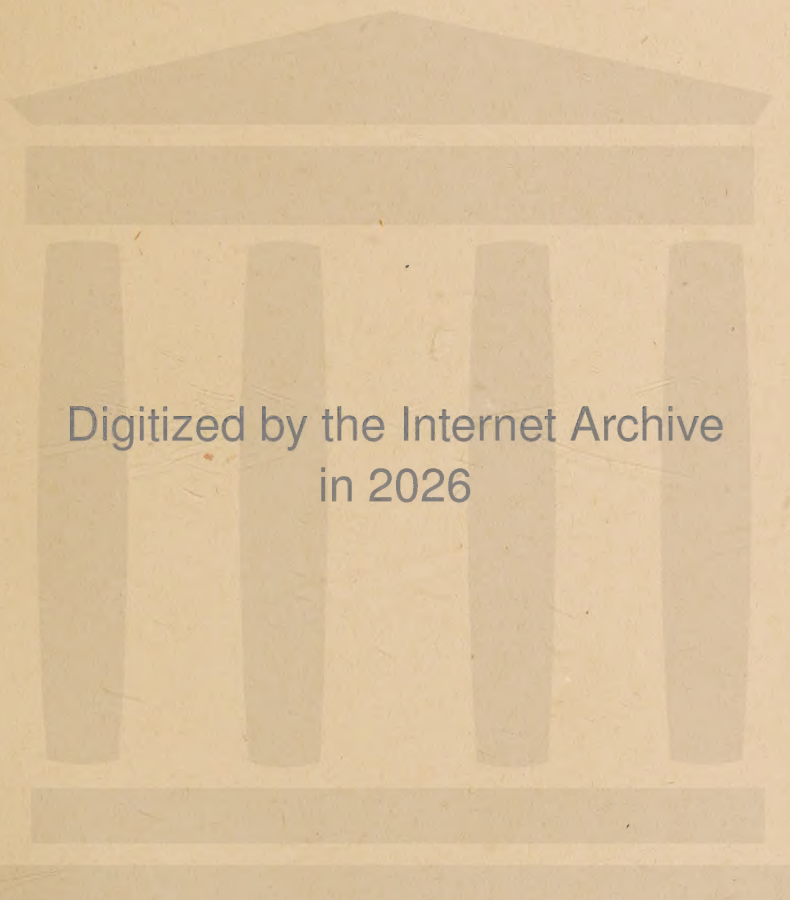
LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT, ET RUE TOULLIER, 13 (v°)

1929

*Tous droits de reproduction, traduction et adaptation, expressément réservés
pour tous pays*



Digitized by the Internet Archive
in 2026



THÈSE
POUR LE DOCTORAT

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE
PROBLÈME DES TRANSFERTS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le Vendredi 22 Novembre 1929, à 14 heures

PAR

Maurice COUVE DE MURVILLE

Président : M. AFTALION.

Suffragants } MM. LESCURE, *Professeur.*
MAUNIER, *Professeur.*



PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT, ET RUE TOULLIER, 13 (v°)

1929

*Tous droits de reproduction, traduction et adaptation, expressément réservés
pour tous pays*



Le Problème des Transferts

INTRODUCTION

Une des conséquences les plus caractéristiques de la dernière guerre a été la naissance entre les divers pays qui y ont pris part d'un très grand nombre d'engagements financiers. Ces obligations ont été, soit librement contractées entre un Etat belligérant et des prêteurs étrangers, soit imposées à titre d'indemnité ou de réparation par les nations victorieuses à leur adversaire vaincu ; elles constituent d'autre part des créances politiques ou des créances commerciales. Mais quelles que soient la diversité de leurs origines et la complexité de leurs modalités, leurs répercussions sont les mêmes et le débiteur n'est en mesure de s'exécuter que si les conditions de son économie le lui permettent, que si ses engagements ont été fixés en proportion de sa capacité de paiement.

La détermination de celle-ci doit se faire en fonction des conditions économiques et de la situation financière du pays endetté. Il ne faut pas que les annuités à venir soient de nature à peser trop lourdement sur la production et sur l'épargne, à empêcher la réalisation et le maintien de l'équilibre budgétaire.

Mais les événements monétaires récents ont conduit à penser qu'il fallait envisager une condition de plus et que les paiements futurs ne devaient pas non plus être susceptibles de bouleverser l'équilibre de la balance des comptes de la nation débitrice. On s'est demandé si les dettes extérieures ne soulevaient pas des problèmes différents de ceux que font naître les dettes intérieures, et s'il n'existait pas à côté du problème de la capacité de paiement une question de transfert.

La théorie classique qui expliquait le mécanisme des règlements internationaux par les fluctuations du change entre les points d'or, et par les mouvements de métal précieux et les modifications de prix consécutifs, s'est trouvée remise en question. Ne semblait-elle pas démentie par les faits ? L'exécution des obligations consécutives à la guerre était capable d'épuiser en peu de temps les encaisses les plus fortes des banques d'émission, et les troubles qu'elle provoquerait seraient trop profonds pour qu'une réaction spontanée pût être efficace.

C'est pourquoi les experts chargés par les gouvernements alliés d'élaborer un projet de règlement des réparations, après la stabilisation de la monnaie allemande, ont cru nécessaire de prévoir pour l'organisation des transferts une réglementation particulière. Pour eux la balance des comptes doit demeurer en équilibre de façon permanente ; il convient qu'elle présente chaque année un solde créditeur suffisant pour permettre de convertir sans difficultés les versements effectués. Ils ne croient pas, avec l'école classique, au libre jeu des phénomènes naturels qui s'adaptent en toutes circonstances de façon

que l'équilibre, une fois rompu, se rétablisse de lui-même.

Cette réglementation, d'un caractère nouveau, a été appliquée pendant plusieurs années. On possède donc maintenant des bases nouvelles, permettant de se rendre compte si vraiment elle est utile, s'il est exact d'affirmer avec les économistes du plan Dawes que le problème des transferts est un problème autonome, indépendant de celui des facultés de l'Etat débiteur. La question prenait une importance particulière du fait que les puissances décidaient à la fin de 1928 de remettre encore une fois sur le chantier le règlement des réparations, afin d'y apporter enfin une solution définitive.

Or, à aucun moment, au cours des années qui viennent de s'écouler, des difficultés de transfert ne sont apparues. Les créanciers ont reçu les sommes qui leur revenaient avec une régularité parfaite. L'expérience a paru concluante à certains auteurs, qui ont vu, dès ce moment, dans l'organisation des transferts une erreur économique (1) et dans les théories nouvelles, élaborées depuis la guerre, sur les paiements internationaux et l'équilibre de la balance des comptes, une mythologie sans rapport avec la réalité des faits et les conclusions de la logique (2). C'est la négation complète de l'existence même du problème.

En fait, on peut se demander si l'une et l'autre de ces conceptions ne doivent pas être considérées comme trop absolues. On essaiera de montrer, au cours des chapitres qui suivent, que si la théorie anglo-saxonne inspiratrice

(1) J. RUEFF, *Une erreur économique : l'organisation des transferts*.

(2) R. C. LONG, *The Mythology of Reparations*.

du plan Dawes est manifestement erronée, la théorie classique et optimiste ne peut à son tour être acceptée sans qu'on y apporte certaines limites et sans qu'on fasse à son sujet certaines réserves. C'est également, semble-t-il, la conclusion à laquelle sont arrivés les auteurs du plan Young, puisqu'ils admettent en principe la possibilité constante du transfert d'une annuité adaptée à la capacité de paiement du Reich, et qu'ils conviennent, d'autre part, que dans certaines circonstances, dont la réalisation est très éventuelle, ce transfert pourra être momentanément suspendu.

PREMIÈRE PARTIE

Les Transferts Internationaux

CHAPITRE PREMIER

**Le mécanisme des paiements internationaux.
Comment se pose la question des transferts ? (1)**

L'ensemble des opérations commerciales et financières d'achat ou de vente, d'emprunt ou de remboursement, qui ont lieu dans un pays pendant une période donnée, qu'elles soient justifiées ou non, qu'elles profitent aux deux parties contractantes ou que l'une d'entre elles soit lésée, qu'elles résultent ou non d'engagements librement consentis, toutes ces opérations sont sans effet sur la situation monétaire de ce pays. Etant calculées dans une monnaie identique et remboursables légalement avec la même monnaie qui a servi à en calculer le montant, elles se soldent aisément par des virements du compte du débiteur au compte du créancier, ces virements, d'ailleurs, pouvant être effectifs ou se traduire par une transmission matérielle de fonds. Il y a en défi-

(1) Dans toute cette première partie nous parlerons du problème d'une façon absolument générale, nous réservant de revenir dans la 2^e partie sur ce qui concerne plus spécialement l'Allemagne et les Réparations.

nitive compensation générale par une simple modification de l'actif et du passif de chaque individu. Point n'est besoin de s'occuper de la monnaie dans laquelle les paiements seront effectués.

Si, en comptabilité, toutes les transactions intérieures se traduisent de la sorte, dans la réalité, elles correspondent toujours à un échange de marchandises ou à une prestation de services. Ce principe n'est que la traduction en langage économique des vieilles formules latines qui résumaient les différentes catégories de contrats : *do ut des, do ut facias, facio ut des, facio ut facias*. Chacun ne livre jamais à son cocontractant que des marchandises ou des services, ou du pouvoir d'achat, c'est-à-dire la faculté de se procurer les marchandises ou les services dont il peut avoir besoin.

Seulement, en fait, ce pouvoir d'achat n'est pas forcément et immédiatement transformé par celui à qui il est livré en sa contre-valeur matérielle. Il peut être conservé plus ou moins longtemps, soit pour un emploi ultérieur, soit comme réserve pour les mauvais jours : et il y a thésaurisation. Il peut encore être confié à un individu ou à une collectivité qui a besoin de fonds ou qui est plus apte que le détenteur actuel à en user utilement : et il y a placement. Quoiqu'il en soit, les moyens de paiement ainsi économisés ou placés peuvent demeurer longtemps à l'état de simple pouvoir d'achat et les transactions en puissance qu'ils représentent rester indéfiniment en suspens (1).

(1) Ceci ne vaut évidemment que pour chacun pris individuellement. Il est bien certain que, pour l'ensemble de la collectivité, l'épargne d'une

Si l'on envisage maintenant des opérations passées entre les ressortissants de deux pays différents, on ne retrouve pas les traits qui caractérisent les transactions d'ordre intérieur. D'une part, elles ne se font pas dans la même monnaie, et il se présente des difficultés de change. D'autre part, elles se résument toujours, le plus rapidement possible, en un échange réciproque de marchandises et de services.

Tout d'abord et bien évidemment, ce n'est pas avec sa propre monnaie que le débiteur peut se libérer auprès de son créancier extérieur. La nécessité s'impose donc à lui de faire une conversion en devises étrangères, car ce sont ces devises qu'il s'est engagé à livrer. Sans doute, en principe, peut-il se libérer en envoyant au dehors de l'or. Mais, outre les frais importants de transport et d'assurance que comporterait ce procédé, l'or n'existe pas dans le monde en assez grande quantité pour que l'on puisse l'employer à propos de chaque transaction internationale. Un problème de change se pose donc en droit.

La deuxième caractéristique des opérations qui sont faites d'Etat à Etat permet de résoudre ce problème sans difficultés. Ces opérations, en effet, ne sont pas d'ordre

certaine quantité de pouvoir d'achat diminuant la quantité de monnaie en circulation, ou — si l'on veut — opérant une réduction de l'ensemble du revenu national, augmente par là même le pouvoir d'achat du reliquat de monnaie en circulation : l'opération en définitive de solde en un équilibre parfait. De même le placement ne fait que transférer le pouvoir d'achat d'un particulier à un autre. Le raisonnement a simplement pour but de démontrer qu'il y a un retard, souvent très grand, entre la prestation d'un des coéchangistes et celle de l'autre. Dans les transactions internationales, au contraire, les choses se passent en principe beaucoup plus rapidement.

unilatéral. Il s'effectue entre tous les pays du monde une série ininterrompue d'achats et de ventes, de prêts et de remboursements, de prestations de services et de paiements de salaires qui s'inscrivent, en définitive, pour chacun dans ce que l'on est convenu d'appeler sa balance de comptes. Seulement, si variées qu'elles soient en apparence, si divers que soit l'intérêt qu'elles représentent pour ceux qui y participent, ces transactions se résolvent toujours par de simples échanges de biens ou de services.

Comment, en effet, un pays débiteur peut-il se libérer d'une dette extérieure ? Sera-ce en envoyant à son créancier étranger de sa propre monnaie, à lui débiteur ? Ce que l'on vient de dire plus haut permet de comprendre que ce ne serait en rien conforme aux engagements pris. Sera-ce alors en faisant parvenir au créancier des sommes en monnaie de son pays, à lui créancier ? C'est le seul mode de paiement légal. Mais la difficulté renaît : comment le débiteur se procurera-t-il ces devises étrangères dont il a besoin ? Il ne peut offrir aux détenteurs, par hypothèse étrangers de ces devises, de les payer en sa monnaie nationale : ces derniers n'en trouveraient pas normalement l'emploi chez eux. Force lui est donc de fournir en échange une valeur qui soit acceptée de tous et qui ne perde pas de sa valeur intrinsèque du seul fait qu'elle traverse la frontière. Ce peut être de l'or, mais l'emploi de ce métal est, nous l'avons vu, assez limité. Ce peut être aussi des marchandises ou des services et c'est ainsi, en fait, que sont exécutés tous les contrats internationaux.

Le résultat auquel on arrive ainsi est confirmé par l'examen de ce qui se passe dans la pratique quotidienne des paiements extérieurs, qu'il s'agisse des opérations commerciales proprement dites, ou des opérations de crédit.

Tout individu qui se trouve dans la nécessité d'acquitter une dette étrangère provenant d'une importation préalable n'enverra pas, bien entendu, à son créancier des marchandises, ni ne lui offrira ses services. Mais il achètera sur le marché des effets de commerce d'un montant égal au montant de son obligation, effets tirés sur un habitant du pays où réside son créancier, et libellés dans la monnaie ayant cours en ce pays. Il enverra des traites au lieu de devises et sera libéré sans qu'il se soit produit entre les deux Etats considérés aucun transfert matériel d'argent.

Mais la traite elle-même, qui a servi de truchement pour cette liquidation, provient d'une exportation antérieure de produits nationaux. Si donc il a été procédé à quatre opérations successives par les commerçants des deux Etats — vente de marchandises du premier au second, tirage corrélatif de traites, achats de produits au second par le premier, acquisition et envoi des traites au second par l'autre — il n'y a eu, en réalité, entre les Etats eux-mêmes, considérés en tant que collectivités, qu'un envoi réciproque de marchandises.

Quand maintenant au lieu de deux pays on en considère un nombre quelconque, le mécanisme est tout à fait analogue. On trouve simplement cette nuance que le champ d'action offert aux compensations est plus large ;

le débiteur, par exemple, au lieu de faire parvenir à son créancier des effets tirés sur un de ses concitoyens, pourra lui envoyer une traite tirée par lui sur un commerçant d'un pays tiers qui est engagé vis-à-vis de lui. Mais les mouvements de marchandises restent la base et sans eux il n'y a pas de libération possible.

Sans eux non plus on ne saurait envisager de mouvement de capitaux (1). Les placements extérieurs constituent, après les transactions commerciales, le poste le plus important de la balance des comptes d'une nation. Or de quelle façon le prêteur peut-il livrer le montant du prêt qu'il a consenti, ou l'emprunteur rembourser les sommes qui lui ont été avancées ? Il peut arriver qu'une opération de crédit entre deux Etats soit suivie d'envois de métal précieux de l'un à l'autre. Ce fut le cas, dans une certaine mesure, pour les emprunts faits par les belligérants, et notamment la France et l'Angleterre, aux pays neutres tels que les Etats-Unis. Cela s'est produit aussi depuis la guerre : certains emprunts contractés par l'Allemagne depuis la stabilisation du mark ont été l'occasion d'importations d'or en provenance d'Amérique et destinées à renforcer l'encaisse de la Reichsbank.

Mais ces mouvements d'or ne sont pas la règle générale. Le plus souvent un prêt extérieur est demandé dans le but de favoriser le développement économique,

(1) Au sujet des réserves qui peuvent être apportées à cette affirmation, se reporter ci-dessous au chapitre V. Cf. aussi A. AFTALION, les réparations allemandes entraînent-elles nécessairement un accroissement de nos exportations ? in *Information financière* des 5 et 6 juin 1929.

de renforcer l'outillage du pays emprunteur, ou bien, pour mettre celui-ci en mesure de faire face à des besoins extraordinairement accrus par un fléau tel qu'une grande guerre. Dans l'une et l'autre hypothèse, ce que veut l'emprunteur, ce sont des marchandises, et ce qu'il attend de l'opération, c'est le moyen de se les procurer. Le prêteur s'acquittera en lui envoyant des produits manufacturés devant permettre sa mise en valeur, machines, wagons, instruments agricoles, etc..., ou en le ravitaillant en vivres, en canons, en munitions, etc... Tout se traduira par un supplément d'importations d'un côté, par un supplément d'exportations de l'autre.

De même, quand plus tard le pays débiteur se sera suffisamment développé, quand il aura réparé les ruines accumulées, et qu'il lui faudra se libérer des engagements contractés dans une période antérieure, il ne pourra le faire qu'en accroissant à son tour ses exportations, de manière à obtenir un surplus équivalent au paiement des annuités représentant les intérêts et l'amortissement de sa dette.

Ces exportations vont en quelque sorte compenser les importations précédemment effectuées, lors de la conclusion de l'emprunt. Celui-ci se résout donc, lui aussi, en de simples échanges de produits contre des produits. Seulement ici les échanges sont en quelque sorte décalés dans le temps. La prestation initiale n'est suivie qu'à échéance plus ou moins éloignée de la contre-prestation équivalente, mais celle-ci apparaît forcément dans un délai plus ou moins bref.

*
* *

C'est qu'en effet, du moment où toutes les transactions internationales aboutissent à des envois de marchandises et de services, la nécessité apparaît avec évidence de l'égalité parfaite entre les échanges réciproques qui ont lieu entre un pays déterminé et le reste du monde, cette égalité, nous venons de le dire, pouvant exister de façon permanente, ou ne se réaliser qu'au bout d'une certaine période avec des alternances de déficits et d'excédents. La balance des paiements, elle, est toujours en équilibre au bout de l'année, fût-ce grâce à des opérations de crédit. La balance des marchandises ne l'est que si l'on envisage un temps beaucoup plus long ; c'est, en fait, un équilibre en perpétuel devenir (1).

Mais, si telle est la conclusion qu'imposent le raisonnement et la logique, comment se fait-il qu'un pareil résultat soit toujours obtenu ? La balance commerciale d'un pays est quelque chose qui répond aux conditions propres de la vie économique de ce pays. Les importations et les exportations correspondent à ses besoins et à

(1) On peut distinguer, conformément à la terminologie généralement admise, la balance commerciale, la balance des comptes et la balance des paiements. La première correspond aux mouvements de marchandises, importations et exportations. La seconde comprend, en outre, les éléments dits invisibles du passif ou de l'actif d'un Etat : prêts, dépenses des touristes, paiements d'intérêts, placements définitifs. Elle peut présenter comme la première un solde créditeur ou débiteur. La balance des paiements, au contraire, traduit l'ensemble des opérations commerciales ou financières, et notamment les mouvements de capitaux à court terme, si importants depuis quelques années ; par définition même elle se trouve toujours en équilibre parfait. Voir A. AFTALION, *Monnaie, prix et change*, pp. 256 et suivantes.

sa capacité productrice. On conçoit aisément que le mouvement des capitaux s'y adapte de façon à parfaire l'équilibre de la balance des paiements. Mais comment expliquer que, réciproquement, ces achats et ces ventes puissent à leur tour s'adapter aux mouvements de capitaux, les compenser de telle manière que, dans cette hypothèse aussi, l'équilibre persiste ? Tel est le problème des transferts comme il se pose vraiment, puisqu'il est désormais entendu que créances et dettes internationales se règlent par compensation grâce aux mouvements du commerce extérieur, et que la question du change est implicitement résolue quand une solution a été trouvée à ce premier problème.

Si l'on envisage *in abstracto* un pays quelconque à un moment donné, on peut supposer que sa balance commerciale soit rigoureusement équilibrée et que par ailleurs il n'existe pas de transactions financières entre lui et les pays avec lesquels il est en rapport. Par hypothèse, il ne se rencontre aucune difficulté de transfert.

Si, au contraire, cet Etat possède une balance favorable, c'est-à-dire si ses exportations dépassent ses importations, il lui restera un solde créditeur sur l'étranger. Ce solde, s'il n'est pas employé à augmenter immédiatement les achats de marchandises, ne pourra être utilisé qu'en placements sur les marchés extérieurs, placements à court ou à long terme : en effet, il est libellé en monnaies étrangères, lesquelles n'ont, sur le marché national, aucune valeur libératrice. C'est là le mode normal par lequel s'effectuent les placements au dehors, parallèlement avec l'utilisation des intérêts dus par les débiteurs

antérieurs, et qui ne sont pas nécessaires pour parfaire l'équilibre de la balance des comptes. Ici encore le transfert se fera de façon automatique.

Le mécanisme apparaît singulièrement plus complexe si, au lieu d'envisager la question, comme on vient de le faire, d'un point de vue statique, on l'étudie d'un point de vue dynamique. Nous avons supposé que l'équilibre était réalisé, ou même qu'il y avait excédent. Mais ces conditions favorables se réaliseront-elles ? Ou bien, au contraire, n'y aura-t-il pas souvent un déficit, et, dans ce cas, que se produira-t-il, puisqu'il ressort du simple bon sens qu'un équilibre est indispensable ? Il peut très bien se faire à un moment donné que les importations d'un pays dépassent ses exportations, sans que cependant les autres postes de la balance des comptes viennent compenser ce déficit. L'Etat envisagé est-il, dans ces conditions, voué à la faillite ?

La situation paraît plus difficile encore si on suppose l'introduction imprévue, à un certain moment, dans la balance des comptes, d'un élément nouveau de passif. Il peut, par exemple, être procédé par un Etat ou par des particuliers étrangers à une importante opération de crédit ; ou bien il peut être mis à la charge du pays une lourde indemnité de guerre. Si l'on effectue les transferts que comporte ce passif nouveau, sans qu'il intervienne aucun autre changement dans la situation créditrice ou débitrice du pays, il se produira dans l'économie de ce dernier des troubles graves et peut-être irrémédiables. Si le régime monétaire est celui de l'étalon or, on commencera par envoyer au dehors du métal ou des devises

mais les réserves seront rapidement épuisées, et quand la convertibilité ne pourra plus être maintenue, la monnaie se dépréciera dans toute la mesure où les demandes seront supérieures aux offres. Si, au contraire, dès l'origine, on se trouve sous un régime de cours forcé ou de stabilité de fait, les fluctuations des changes continueront ou reprendront avec une ampleur nouvelle, et l'on assistera comme dans le premier cas à une baisse toujours plus accentuée des cours de la devise nationale.

La théorie rigide, consistant à regarder la balance commerciale à un moment donné comme un facteur permanent, qui évolue indépendamment des modifications éventuelles des autres éléments de la balance des comptes et sous l'action de facteurs particuliers, géographiques, techniques, etc., ne permettrait donc pas de modifier sans contre-partie la position active ou passive d'un Etat. Pour pouvoir faire des placements extérieurs, il faudrait que préalablement la balance des comptes présentât un excédent suffisant. De même la fixation d'une dette politique quelconque devrait être faite compte tenu de la situation actuelle de la dite balance.

* * *

Cependant, l'expérience montre que jamais la balance des comptes d'une nation n'a offert un équilibre aussi fragile. Si très souvent il arrive que de brusques variations se produisent amenant un déficit provisoirement compensé par des opérations de crédit librement consenties, toujours ce déficit se trouve comblé dans un laps de

temps plus ou moins rapide. Pendant tout le cours du XIX^e siècle et jusqu'à la guerre de 1914, cette réadaptation s'est opérée sans heurts dans tous les pays du monde et sans que l'on assiste à des bouleversements monétaires ou même à des dépréciations d'une certaine ampleur qui seraient nées de ce fait. Depuis la guerre, le déséquilibre des balances des comptes a pris des proportions qui jamais n'avaient été atteintes et que l'on eut autrefois jugées invraisemblables. Néanmoins, le retour à l'équilibre s'est, comme nous le verrons dans des chapitres ultérieurs, très généralement opéré. Si des troubles monétaires sont apparus, ils n'ont été dus qu'en partie à cette énormité des paiements internationaux, et pour une part bien plus importante à la multiplication du papier-monnaie intervenue dans le but de faire face aux dépenses de la guerre et de l'après-guerre.

Une tendance très nette se révèle vers le rétablissement de l'équilibre une fois qu'il a été rompu. A une période d'emprunt, caractérisée par un accroissement des importations de marchandises au passif, et une augmentation des éléments invisibles de la balance à l'actif, succède régulièrement une période d'amortissement pendant laquelle les ventes au dehors dépassent les achats et les éléments financiers de la balance des comptes deviennent plus importants par rapport aux postes commerciaux. De même des prêts extérieurs, qui s'accompagnent d'importantes exportations, sont suivis d'amortissements, lesquels se traduisent par des importations corrélatives.

Sans doute, ne faut-il pas exagérer la rapidité de ce

mécanisme. On a vu avant la guerre nombre de pays, généralement des pays neufs, emprunter durant de longues années pour se procurer les capitaux nécessaires à l'exploitation de leurs ressources naturelles, et avoir de ce fait des balances constamment déficitaires. Tel a été le cas des Etats-Unis, de la Russie, des Etats sud-américains. Pendant une première période, souvent assez longue, les importations étaient largement supérieures aux exportations pour permettre l'entrée des capitaux étrangers ; les intérêts échus eux-mêmes étaient acquittés grâce à de nouvelles opérations de crédit. Puis la balance commerciale du débiteur s'améliorait à mesure qu'avancait sa mise en valeur, et l'on pouvait au moins assurer le service des intérêts. Quant à la cessation des emprunts ultérieurs, et au remboursement des capitaux dus, ils ne se sont souvent opérés que longtemps après. Les Etats-Unis ont pu profiter pendant la dernière guerre de circonstances particulièrement favorables pour se libérer en totalité. Au contraire les nations de l'Amérique latine en sont encore aujourd'hui à la phase des importations de capital. Quant à la Russie, elle n'a jamais pu faire le service de sa dette avec ses ressources propres.

Malgré tout, l'équilibre de la balance des comptes d'un Etat est un équilibre stable ; autrement dit, cet équilibre est tel que, s'il vient à un moment donné à être rompu, il intervient des forces qui tendent à le rétablir. Les restrictions apportées ont trait surtout à la longueur du délai qui s'écoulera avant que ces forces se mettent en action. Ce délai peut quelquefois être de plusieurs dizaines d'années. Mais néanmoins le mécanisme est

exactement inverse de celui que l'on constaterait si l'on admettait la rigidité des facteurs qui déterminent la composition de la balance : dans cette hypothèse d'un équilibre instable, si celui-ci est détruit, le trouble, loin de se résorber de lui-même, ne ferait que s'aggraver jusqu'à provoquer dans l'économie du pays où il apparaîtrait d'irréparables catastrophes.

Un résultat d'une telle généralité ne saurait être attribué uniquement au hasard. Il faut un facteur puissant pour obliger l'ensemble des citoyens d'un même pays à modifier à tout moment leur activité de façon que le montant global des créances étrangères tende constamment à égaler le montant des dettes. On ne doit pas en effet perdre de vue que cette tendance est le résultat de l'action de l'ensemble des individus, et que ceux-ci, agissant en toute liberté, pourraient théoriquement aller à son encontre.

Comme l'écrit très justement M. Rueff (1) : « Tout
« individu qui, en France, boit du thé ou consomme du
« chocolat, porte des chaussettes de coton ou un veston
« de drap anglais, brûle de l'essence dans son automo-
« bile, ou achète à Londres une action Rio Tinto ou de
« Beers, introduit un élément de passif dans la balance
« des comptes de la France ; de même l'Anglais, le
« Brésilien ou le Japonais qui boivent une bouteille de
« Bourgogne ou de Champagne, achètent un livre fran-
« çais ou un bibelot fait en France, apportent à la
« balance des comptes de ce pays un élément d'actif ».

(1) J. RUEFF, *Une erreur économique : l'organisation des transferts*, p. 4.

C'est pourtant l'ensemble de ces transactions, toutes guidées uniquement par la recherche de l'intérêt personnel des deux cocontractants, qui conduit à l'équilibre général des opérations internationales. Ce sont elles qui font que, normalement, le passif et l'actif d'un Etat sont d'un montant équivalent ; ce sont elles qui, si un élément imprévu vient à rompre cet équilibre, s'adaptent de façon que les problèmes de transfert soient vite résolus. Quel est donc le mécanisme auquel on doit ces modifications et ces adaptations, et dont l'existence, sinon la rigueur, est démontrée, en temps normal, par la stabilité des changes et la faiblesse relative des mouvements internationaux de l'or ?

CHAPITRE II

Les mouvements de marchandises (1)

C'est dans le mouvement des prix qu'il faut chercher l'explication du mécanisme qui réalise spontanément la quasi-égalité entre les dettes extérieures d'un pays et ses créances sur l'étranger. Ce sont des modifications dans les prix des produits intérieurs par rapport aux cours mondiaux qui arrivent à augmenter les importations ou à diminuer les exportations de façon à compenser les changements antérieurs, qui font que les mouvements de marchandises en provenance ou à destination de ce pays s'équivalent très sensiblement dans le temps (2).

Le phénomène n'est pas apparent dans le cas normal

(1) Consulter principalement sur cette matière : J. RUEFF, *Théorie des phénomènes monétaires* ; FRANK D. GRAHAM, *Germany's capacity to pay* ; JAMES W. ANGELL, *Theory of International prices*.

(2) On traitera dans ce chapitre la théorie classique d'après laquelle les mouvements de l'or sont à la base du mécanisme des transferts et de l'ajustement des prix internationaux. Cette théorie déjà ancienne s'est, surtout depuis la guerre, révélée comme trop rigoureuse. Aux Etats-Unis en particulier les changements advenus dans le stock d'or n'ont pas eu sur les prix et la balance commerciale les répercussions que l'on pouvait attendre. Les réserves que l'on peut de ce fait apporter à la théorie ricardienne seront exposées au chapitre IV.

D'autre part on n'a pas tenu compte non plus des répercussions de la hausse ou de la baisse du taux de l'escompte, et des mouvements de capitaux consécutifs qui peuvent modifier les mouvements de l'or. Ces phénomènes seront étudiés au chapitre V, qui complètera ainsi la mise au point nécessaire de la théorie un peu désuète que l'on trouvera dans les pages suivantes.

d'un Etat dont la balance des comptes est, à un moment donné, à peu près équilibrée. Rien ne permet de déterminer avec exactitude quelle est la raison d'être de cet équilibre, et si, au cas où les prix dans cet Etat sont différents de ceux qui ont généralement cours dans le reste du monde, cette disparité est due à la nécessité de rétablir un équilibre précédemment rompu.

Si au contraire on imagine un pays où, la balance des paiements étant équilibrée, on introduit dans cette balance un nouvel élément de passif, les réactions qui s'ensuivront, et qui, nous l'avons vu dans le chapitre précédent, s'ensuivront automatiquement, permettront de dégager le mécanisme dont nous cherchons le fonctionnement. On peut supposer par exemple qu'un prêt d'une certaine importance soit accordé par ce pays à un Etat allié ou à une colonie pour en développer la puissance militaire ou pour en activer la mise en valeur. Ou bien encore un gouvernement décide de reprendre le service d'une dette extérieure préalablement contractée. Ce sont là tous des cas de pratique courante dans nos pays soit avant la guerre, soit postérieurement aux hostilités.

* * *

Supposons par exemple qu'un tel phénomène se produise entre les Etats-Unis et l'Angleterre, au détriment de cette dernière. Que va-t-il se passer ? Afin de transférer les sommes supplémentaires devenues indispensables pour payer les engagements de la Grande-Bretagne vis-à-vis de l'Amérique, les demandes de dollars

sur le marché des changes deviendront plus importantes en même temps que les offres de livres sterling s'accroîtront. Le cours de la devise américaine va monter par rapport à celui de la livre, et ceci jusqu'à ce que cette dernière atteigne les points de sortie de l'or, c'est-à-dire jusqu'au moment où il sera plus avantageux pour les débiteurs britanniques, compte tenu des frais de transport et d'assurance du métal, de se libérer en expédiant de l'or à leurs créanciers qu'en leur envoyant des lettres de change.

Ces sorties de métal d'Angleterre auront pour effet immédiat une baisse de prix. En même temps l'afflux d'or aux États-Unis provoquera dans ce pays une hausse parallèle. Baisse et hausse respectives auront tendance à s'accroître tant que des mouvements d'or continueront, c'est-à-dire tant que le déséquilibre subsistera.

Les exportations anglaises vers les États-Unis stimulées par ces disparités croissantes se développeront, en même temps que les achats faits par les commerçants anglais aux États-Unis déclineront, arrêtés par ces mêmes changements de prix. L'écart entre les importations et les exportations ira s'élargissant, comme précédemment l'écart entre le niveau des prix dans les deux pays, jusqu'à ce qu'il soit suffisant pour combler le déficit correspondant à la dette à payer par l'Angleterre à l'Amérique. A ce moment-là, les mouvements d'or s'arrêteront parce que les débiteurs pourront constamment et à des prix nouveaux se procurer les lettres de change dont ils ont besoin. Le commerce international sera ajusté aux conditions nouvelles de la balance des comptes,

l'équilibre sera rétabli, les transferts s'effectueront d'eux-mêmes.

Tel est le mécanisme des mouvements de l'or, exposé pour la première fois par Ricardo. Il ne joue bien entendu que sous un régime d'étalon or et de convertibilité, et sous réserve de restrictions qui seront indiquées plus loin. Mais dès maintenant il convient d'y apporter quelques précisions.

Tout d'abord au sujet de la provenance et de la destination de l'or dont les changements de main ont de si utiles effets. En pratique, le montant de la circulation monétaire proprement dite ne varie pas mécaniquement comme il pourrait ressortir de ce qui vient d'être dit. Ce n'est pas le volume monétaire se trouvant entre les mains du public qui est modifié. L'or envoyé d'Angleterre aux Etats-Unis a été prélevé dans les réserves métalliques, soit des banques, soit de l'Institut d'émission. Ce sont plutôt les bases du crédit qui sont diminuées. Pour ne pas laisser se réduire d'une façon dangereuse la proportion existante entre leurs réserves et le total de leurs engagements, ces établissements doivent se défendre en rendant plus onéreuses les conditions qu'ils font à leurs clients, c'est-à-dire en élevant dans la mesure jugée utile le taux de leur escompte ou de leur réescompte.

Aux Etats-Unis, l'or importé viendra s'incorporer aux stocks possédés par les Federal Reserve Banks. Les réserves augmentant, du crédit sera plus libéralement accordé, et, pour ne pas conserver des quantités de métal inemployées, pour trouver preneur pour tout le crédit offert, les banquiers américains devront à l'inverse

réduire le taux de leur escompte ou de leur réescompte.

Ces variations de taux dans le pays débiteur et dans le pays créiteur viendront à leur tour se répercuter sur l'activité économique. Dans le premier cas cette activité sera entravée, les demandes diminueront : il s'ensuivra une baisse du niveau général des prix. Pour le second cas, au contraire, la production sera encouragée, les prix et les salaires monteront ; il se produira tous les phénomènes nécessaires pour rendre plus difficiles les exportations et plus avantageuses les importations.

Une seconde précision relative aux mouvements de l'or concerne les répercussions que doit avoir le jeu de ce mécanisme non seulement sur les relations des deux pays en cause, mais encore sur l'ensemble des relations internationales.

L'Angleterre en effet peut très bien ne pas envoyer directement des marchandises aux Etats-Unis pour s'acquitter de sa dette, mais les envoyer à un pays tiers. Et ce sont les produits de celui-ci, ainsi indirectement substitués aux produits du débiteur, qui iront vers la nation créancière. Cela revient à dire en somme que c'est l'ensemble des exportations anglaises qui sera supérieur à l'ensemble des importations, et non pas rigoureusement les exportations à destination des Etats-Unis par rapport aux importations en provenance de ce même pays ; et inversement pour les Etats-Unis. C'est un équilibre global qui sera rétabli, le même que celui qui existait auparavant, et non pas une série d'équilibres partiels entre un Etat et chacun des autres Etats.

Les répercussions des mouvements d'or d'Angleterre

aux Etats-Unis seront aisément mises en lumière. Si en effet les prix anglais baissent par suite des sorties de métal, cette baisse manifesterà ses conséquences aussi bien sur le commerce de la Grande-Bretagne avec les autres nations que sur ses relations avec l'Amérique. Si l'on considère la France, par exemple, une disparité d'une certaine importance verra le jour entre les prix anglais et les prix français, moindre sans doute qu'entre les prix anglais et les prix américains, car ceux-ci ont en même temps monté de leur côté, mais suffisante néanmoins pour que les exportations d'Angleterre vers la France soient encouragées, et les importations de France en Angleterre entravées.

Dès lors il apparaîtra dans la balance des comptes de l'Angleterre de nouveaux éléments d'actif, provenant de ce supplément d'exportations. Dans la balance de la France à l'inverse, naîtra un nouvel élément de passif.

Ces modifications se traduiront par des sorties d'or de France à destination de Grande-Bretagne dans le but de combler le déficit ainsi créé dans la balance du premier de ces pays.

Au contraire vis-à-vis des prix américains qui montent à la suite des entrées de métal, les prix français, restés stables par hypothèse, deviendront relativement moindres. Les produits français seront plus avantageux pour les acheteurs américains ; les produits des Etats-Unis deviendront plus onéreux sur le marché français. Il en résultera une augmentation du passif de la balance des comptes américaine, une diminution du passif de la balance de la France.

En généralisant le raisonnement, on arrive donc à constater que l'actif du pays débiteur, l'Angleterre, s'est, de par les mouvements d'or intervenus, et en supposant toutes autres choses demeurées égales, accru vis-à-vis non seulement du pays créancier, les Etats-Unis, mais vis-à-vis de tous les autres pays. Le passif américain s'est augmenté dans les mêmes proportions vis-à-vis non seulement de la Grande-Bretagne, mais du reste du monde. Cette double tendance, accroissement des exportations de l'une, accroissement des importations de l'autre, se continuera de la sorte jusqu'à ce que l'équilibre soit définitivement rétabli. On est donc fondé à dire que le mouvement des marchandises, déclenché par le mouvement de l'or, ne se limite pas aux deux pays en cause, et qu'il y a lieu à un rajustement général des balances commerciales.

Cependant à leur tour les envois d'or, rendus indispensables par les changements ainsi réalisés dans les rapports des Etats-Unis et de l'Angleterre avec les autres nations, ne seront pas sans conséquences. En France par exemple, il a dû y avoir des expéditions de métal vers la Grande-Bretagne ; parallèlement on a reçu de l'or en provenance d'Amérique. Si les quantités reçues et les quantités envoyées sont égales, rien ne sera modifié à la situation extérieure, et les prix resteront les mêmes. Mais le cas est bien improbable : il y a toutes les chances qu'il se soit produit en définitive soit des entrées, soit des sorties de métal.

Si la balance des comptes est plus débitrice que créditrice, c'est-à-dire si plus d'or a été envoyé en Angleterre

qu'il n'en a été reçu d'Amérique, alors il se passera exactement ce qui s'est passé précédemment en Grande-Bretagne : la circulation monétaire, ou plutôt les crédits accordés par les banques étant restreints, il y aura tendance à une diminution des prix. D'où prime à l'exportation, barrière à l'importation, jusqu'à ce que les achats soient assez réduits et les ventes suffisamment accrues pour que l'équilibre de la balance des comptes soit rétabli.

Si l'actif nouvellement créé est supérieur au passif, il se produit des entrées d'or, et le processus qui a précédemment fait ses preuves aux Etats-Unis jouera à nouveau, de façon que les importations augmentent et les exportations diminuent.

* * *

Cependant, pour suivre exactement ce qui se passerait dans la réalité, peut-être peut-on aller plus loin encore. On a supposé jusqu'à présent que l'équilibre des balances des comptes se rétablissait automatiquement par le jeu des mouvements d'or. Mais en fait ce rétablissement ne s'effectue pas aussi vite : il y a une série d'oscillations autour du point d'équilibre, avant que ce point lui-même soit atteint.

Reprenons le cas des Etats-Unis et de l'Angleterre, et supposons qu'après l'apparition d'une dette nouvelle à payer, l'équilibre ait été rétabli grâce aux modifications respectives des prix des marchandises dans les deux nations. La demande des produits anglais aura augmenté ;

la demande des produits américains baissé. Mais de ce seul fait, et après la chute des prix due aux fluctuations du stock d'or dans chaque pays, les prix anglais auront tendance à monter et les prix américains à décroître. Il s'ensuivra une moindre différence entre le niveau général des prix en Angleterre et aux Etats-Unis, donc une tendance à voir les exportations britanniques s'amoinrir et les importations américaines s'accroître. Un nouveau déficit apparaîtra dans la balance des comptes de l'Angleterre, mais beaucoup plus réduit que le déficit original. Il déclanchera les mêmes mécanismes qu'initialement, disparaîtra d'abord, puis réapparaîtra encore moins important, et ainsi de suite jusqu'à ce qu'on arrive à une répartition du métal jaune, et à des niveaux de prix tels que l'équilibre soit réalisé de façon définitive.

Bien entendu les mêmes phénomènes se reproduiront dans tous les autres pays affectés par la situation nouvelle de la Grande-Bretagne vis-à-vis des Etats-Unis. Mais on voit qu'au total si la répartition de l'or et le niveau des prix sont affectés dans le monde entier, le retour à la stabilité se fera rapidement. C'est qu'en effet, comme on l'a dit « il existera à chaque instant pour le
« stock d'or mondial une répartition d'équilibre et une
« seule, répartition conduisant à une hiérarchie des prix
« telle que compte tenu de toutes les conditions réalisées
« à l'intérieur de chaque pays à l'instant considéré
« (... rapports des prix particuliers, montant des frais de
« transport, habitudes individuelles en ce qui concerne
« l'usage des différentes formes de monnaie, vitesse de
« circulation, activité des échanges, politique des ban-

« ques, taux d'escompte...) les balances totales des
« comptes de toutes les nations en présence soient et
« restent en équilibre » (1).

C'est cet équilibre nécessaire qui, sous un régime de convertibilité de la monnaie contre l'or, résoud les difficultés de transfert.

* * *

Il arrive souvent que l'élément de passif supplémentaire apparu à une époque dans la balance des comptes d'un pays disparaisse quelques années plus tard. Ce sera par exemple parce que la dette dont il fallait servir les annuités se trouvera intégralement remboursée. Des rajustements radicaux devront alors se faire, tant dans la nation jusque-là débitrice que dans le pays créancier. Les industries de la première continueront à produire pour l'exportation et à envoyer ces marchandises au dehors parce que les prix seront restés respectivement les mêmes sur les différents marchés. Mais les lettres de change obtenues par les exportateurs en échange de leurs ventes extérieures ne trouveront plus preneur sur le marché national pour leur intégralité, puisque les dettes envers l'étranger ont diminué. Dès lors leur prix aura tendance à baisser, et le change montera par rapport aux autres devises, jusqu'à ce que le point d'entrée de l'or soit atteint. A ce moment, les débiteurs étrangers enverront de l'or, et le métal, refluant vers le pays exportateur, y

(1) RUEFF, *Théorie des phénomènes monétaires*, p. 249.

fera monter le niveau général des prix. Les exportations seront graduellement arrêtées et les importations se verront encouragées.

Les phénomènes contraires se produiront dans le pays autrefois créancier, et d'une façon générale dans l'ensemble des autres pays, de telle sorte que le mouvement général des marchandises sera inversé dans une certaine mesure, mesure suffisante pour combler l'écart créé, par le cessation des paiements, entre l'actif et le passif de la nation auparavant endettée. Les prix remonteront d'un côté, baisseront de l'autre, et, si rien n'est intervenu pour modifier la situation générale, atteindront le niveau auquel ils étaient parvenus avant les premiers paiements supplémentaires. Les balances commerciales tendront aussi à reprendre leur physionomie antérieure. Un nouvel équilibre des balances des comptes s'établira.

* * *

Revenant maintenant sur ce qui a été dit à propos du rajustement des prix dans les divers Etats en cause, par suite des mouvements d'or, il convient de voir dans quelles conditions précises ce rajustement s'opérera. Nous avons dit que dans le pays devenu plus débiteur que créancier, en l'espèce l'Angleterre, il y aurait une tendance générale des prix vers la baisse, tandis que dans le pays devenu plus créancier que débiteur, les Etats-Unis, il y aurait une tendance vers la hausse des prix. Le résultat sera certainement tel, mais, en outre, tous les prix de tous les produits ne seront pas affectés de la

même manière : il s'établira entre eux une sorte de hiérarchisation, qui ne fera d'ailleurs que contribuer au succès du mécanisme régulateur des balances des comptes par le jeu des mouvements de marchandises.

En Angleterre, en effet, par suite de la diminution du pouvoir d'achat global, le niveau général des prix baissera. Mais les cours des produits importés et des produits exportés demeureront affectés par les cours cotés sur les autres marchés à l'étranger. Ils baisseront donc dans une proportion moindre que les cours des marchandises produites par les industriels et les agriculteurs anglais pour les consommateurs nationaux, de ce que les auteurs américains appellent les produits domestiques. Le prix des importations lui-même, qui ne subit pas les répercussions des phénomènes monétaires propres à l'Angleterre, et qui demeure par conséquent tel qu'il était auparavant, se trouvera devenir supérieur au prix des exportations britanniques : celles-ci en effet, tout en tenant compte des prix pratiqués au dehors, n'en seront pas moins affectées partiellement par la baisse des prix en Angleterre. Autrement dit les producteurs travaillant pour l'exportation chercheront tout à la fois à diminuer leurs prix de vente afin de concurrencer les exportateurs étrangers sur le marché international, et à maintenir leurs prix plus haut que les prix domestiques, afin de réaliser un bénéfice supérieur à celui que réalisent leurs compatriotes travaillant uniquement pour le marché intérieur. Ils rechercheront le profit maximum, ce qui ne peut être obtenu ni en vendant les quantités maxima, car il faudrait baisser les prix jusqu'au niveau intérieur, ni en

exigeant le prix maximum, c'est-à-dire le prix antérieur, car on ne vendrait pas davantage.

Au total, c'est un prix moyen qui s'établira pour les exportations, et la hiérarchie des cours s'établira de la façon suivante, dans un ordre croissant :

1^o Prix des produits domestiques ;

2^o Prix des produits exportés ;

3^o Prix des produits importés.

Les industries exportatrices étant ainsi relativement prospères, chercheront à se développer, et seront à même d'offrir aux capitaux un loyer plus avantageux, aux ouvriers un salaire plus élevé. Elles attireront le capital et le travail précédemment consacrés aux industries domestiques et pourront produire pour les acheteurs étrangers des quantités croissantes. Le système industriel anglais s'adaptera ainsi au nouvel équilibre industriel et commercial rendu nécessaire par les modifications de la balance des comptes. Les exportations seront supérieures, en même temps que les importations se trouveront arrêtées par la baisse marquée des prix des produits domestiques.

On voit, d'ailleurs, que comme précédemment pour le mouvement des importations et des exportations, il se produira des oscillations entre les industries exportatrices et les industries domestiques avant qu'un équilibre stable soit à nouveau atteint. Les demandes de personnel et de capitaux de la part des producteurs exportateurs provoqueront un afflux qui dépassera les besoins mêmes de l'exportation ; parallèlement les productions domestiques privées d'une partie trop importante de

leurs moyens de production, seront obligées de réduire leurs fabrications, d'augmenter légèrement leurs prix : elles attireront les éléments en surnombre qui s'étaient portés sur les précédentes. Et ainsi de suite jusqu'à ce que ces mouvements de va-et-vient, d'une ampleur décroissante, s'arrêtent définitivement.

Bien entendu, si, théoriquement, une démarcation très nette est concevable entre les industries exportatrices et les industries domestiques, en pratique une telle délimitation n'est pas aussi rigoureuse. Dans une industrie déterminée, un certain nombre d'usines travaillent pour le marché intérieur, d'autres pour les acheteurs étrangers. Dans une même usine, une partie de la production peut être destinée au dehors, l'autre au consommateur national. Mais dans ce cas, il s'agit d'une simple question de proportion : suivant les mouvements des prix, les chefs d'entreprises travailleront davantage pour l'un ou pour l'autre marché. On peut même très bien concevoir une usine, d'abord orientée vers la vente à l'intérieur et se tournant ensuite, après des changements tels que ceux que l'on a analysés, vers la vente au dehors.

Du côté des Etats-Unis, c'est-à-dire du pays devenu plus créancier que débiteur dans ses rapports avec l'Angleterre, la hiérarchie des prix, à la suite des mouvements d'or, se fera dans un ordre exactement inverse. Elle s'établira comme suit dans un ordre croissant :

- 1^o Prix des produits importés ;
- 2^o Prix des produits exportés ;
- 3^o Prix des produits domestiques.

De par les importations d'or, une hausse générale du

niveau des prix est apparue, qui a affecté avant tout les prix domestiques : les cours des produits exportés, en effet, ayant à soutenir sur les marchés étrangers la concurrence des autres pays ont dû supporter le minimum d'augmentation, fût-ce aux dépens du profit des chefs d'entreprises. Du même coup, les prix des produits importés sont devenus relativement peu élevés : ceux des autres Etats, en général, sont restés ce qu'ils étaient ; quant à ceux de l'Angleterre, ils ont baissé et se trouvent ainsi particulièrement favorisés. Le volume des importations augmente, et les industries exportatrices, devenues relativement peu prospères, réduisent leurs fabrications et voient les ouvriers et les capitaux dont elles se servaient se détourner d'elles pour se diriger vers les industries travaillant pour le marché national.

En somme, et pour résumer, on peut dire qu'aux Etats-Unis tous les prix sont élevés, mais ceux des importations et des exportations sont bas par rapport aux prix domestiques. En Angleterre, tous les prix sont bas, mais ceux des importations et des exportations sont élevés par rapport aux prix domestiques ; bien que ces derniers soient élevés, ils sont bas eu égard à ceux des Etats-Unis, tandis que les prix des exportations américaines, bas par rapport aux prix intérieurs, sont élevés par rapport aux prix anglais. Le résultat de ces disparités est la modification déjà indiquée de la balance commerciale de chacune des deux nations.

Dans les autres pays, qui ont été indirectement affectés par tous ces changements, nous avons dit que l'on pouvait y observer une augmentation soit de l'actif,

soit du passif de la balance, des entrées ou des sorties de métal. Les prix s'y trouvent transformés de la même manière, et une hiérarchie nouvelle s'établit ainsi, analogue suivant les cas à celle qui a vu jour en Grande-Bretagne ou aux Etats-Unis.

CHAPITRE III

Les mouvements de marchandises (suite)

L'examen théorique de la question du transfert d'une dette internationale d'une certaine importance sous un régime de convertibilité métallique, montre que ce transfert n'est à aucun moment un problème autonome, distinct du restant des opérations nécessaires que comporte la liquidation de l'opération envisagée. Le seul fait du paiement déclanche les réactions nécessaires pour que la balance des comptes, donc le change de la nation débitrice n'en soient pas affectés.

Ce ne serait pas suffisant si les faits ne venaient confirmer ces résultats. L'objet de ce chapitre est précisément de procéder à cette contre-épreuve.

Les grands transferts internationaux de capitaux ne sont pas rares au XIX^e siècle et pendant le premier quart du XX^e. Ils sont cependant le plus souvent difficiles à connaître, car ils font partie des éléments invisibles de la balance des paiements. Quelques-uns toutefois ont fait l'objet d'études attentives, dont un excellent résumé se trouve dans une publication faite par le « National Industrial Conference Board » de New-York (1). Certains concernent des cas où les transferts ont été faits sous un régime de papier-monnaie déprécié : ils seront envisagés

(1) *The Inter ally debts and the United States*, New-York, 1925, p. 138 à 189.

plus loin, quand nous nous occuperons des transferts en cas de cours forcé. Parmi les autres, deux ont semblé particulièrement intéressants, l'un parce que les statistiques qui le concernent sont extrêmement complètes et donnent une idée très exacte de toutes les modifications advenues, l'autre parce qu'il concerne plus particulièrement notre pays.

Il s'agit d'une part des emprunts privés effectués par le Canada pendant la période de 1900 à 1913, l'Angleterre étant le principal pays créancier, d'autre part du paiement de l'indemnité de guerre de la France à l'Allemagne après la guerre de 1870-71 (1).

* * *

De 1900 à 1913, le Canada a emprunté d'une façon continue et croissante à l'étranger, partiellement aux Etats-Unis et en Europe continentale, mais surtout en Grande-Bretagne. Ces emprunts étaient effectués par les particuliers, pour la mise en valeur du pays, le développement de son agriculture, son expansion industrielle et commerciale. De vastes transferts de capitaux ont donc dû avoir lieu, en provenance d'Angleterre, à destination du Canada. Comment se sont-ils faits, quels ont été leurs effets sur la balance des comptes, comment

(1) A consulter : JACOB VINER, *Canada's Balance of International Indebtedness*, Cambridge, 1924, *Harvard Economic Studies*, volume XXVI ; A. E. MONROE, *The French Indemnity of 1871 and its effects*, *Review of Economic Statistics*, octobre 1919 ; G. CARANO-DOMITO, *Indemnità di guerra e debite interalleati*, *Riforma Sociale*, janvier-février, 1925.

ont-ils affecté les prix dans chacun des deux pays en cause ?

Le tableau suivant (1) donne l'indication du montant net des importations de capital chaque année au Canada (déduction faite des prêts faits au dehors), de la balance commerciale canadienne (surplus des importations sur les exportations, y compris non seulement les marchandises, mais les prêts, les assurances, les dépenses des touristes, etc.), enfin de la balance commerciale de la Grande-Bretagne vis-à-vis du Canada (surplus des importations sur les exportations, mais seulement pour les marchandises).

En millions de dollars

Années	Importations nettes de capital	Importations nettes totales au Canada	Exportations nettes du Canada en Grande-Bretagne (2)
1900	3	5	70,5
1901	— 25	— 12	61
1902	5	— 6	62
1903	36	33	77,5
1904	2	51	60
1905	55	40	68
1906	72	65	83
1907	65	132	55,5
1908	59	61	70
1909	143	85	47,5
1910	257	168	15
1911	253	261	9
1912	213	325	16,5
1913	400	287	33

(1) The Internally Debts, and the United States, p. 141.

(2) D'après le Statesman Year Book, et après conversion des livres sterling en dollars.

Le mouvement des importations de capitaux et des importations de marchandises au Canada est d'un parallélisme absolu. Celui-ci apparaît plus nettement encore dans le graphique n° 1 (1). On peut remarquer en outre que d'une façon assez générale l'augmentation des importations de capitaux précède celle des importations de marchandises ; c'est que les secondes ne font que suivre les premières, étant provoquées et justifiées par elles. D'ailleurs, tous les emprunts contractés par le Canada n'ont pas servi à son usage propre, c'est-à-dire à son développement économique. Une partie en a été consacrée à payer les intérêts dus sur les engagements antérieurs. La situation exacte est montrée par les chiffres suivants qui donnent la balance des comptes du Canada pendant la période envisagée :

En millions de dollars

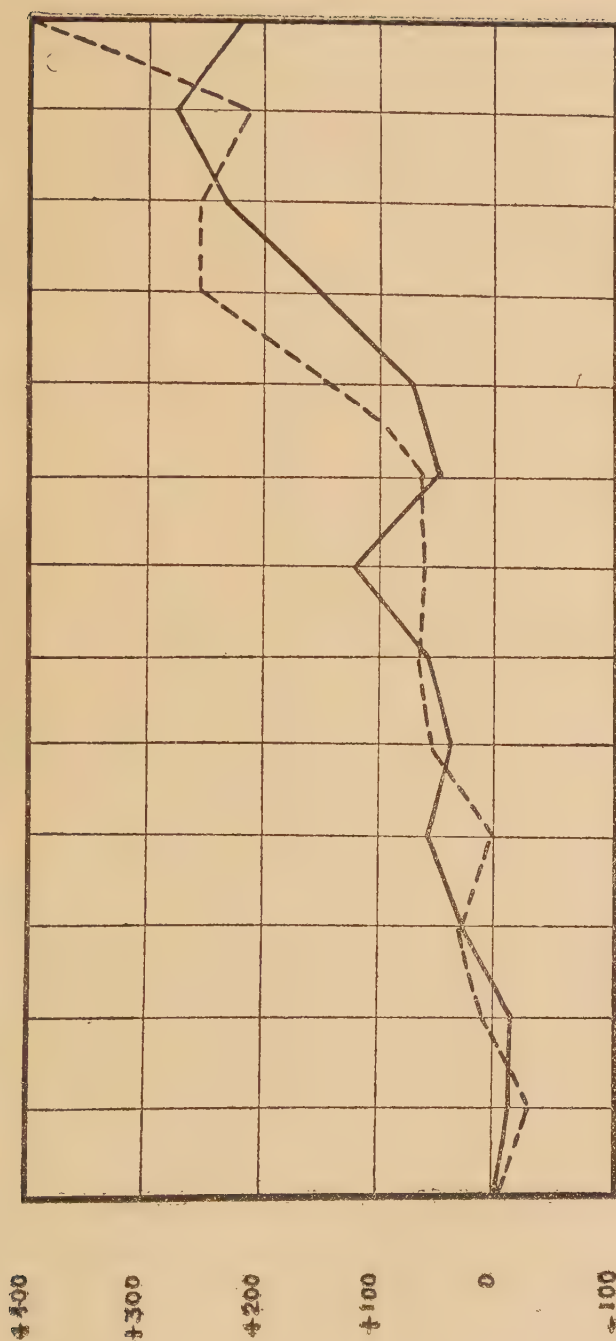
	Actif	Passif
Emprunts nouveaux. . . .	2.546	—
Intérêts à payer.	—	960
Prêts par le Canada. . . .	—	136
Intérêts à recevoir.	88	—
Balance commerciale. . . .	—	1.312
Balances des autres postes qui ne sont pas des em- prunts	—	183
Divers	—	43
Totaux.	2.634	2.634

(1) *Op. cit.*, p. 144.

GRAPHIQUE N° 4

Emprunts étrangers et commerce extérieur du Canada (1900-1913)

En millions de dollars



1900 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 1913

— Balance commerciale (Excédents des importations).

----- Mouvements de capitaux (Importations nettes).

Cette balance indique nettement de quelle façon furent employés les 2.546 millions de dollars empruntés de 1900 à 1913, leur utilisation a été la suivante, en 0/0 :

Remboursements et intérêts. . . .	42 0/0
Importations nettes de marchandi-	
ses.	49 0/0
Importations nettes sous d'autres ru-	
briques.	7 0/0
Divers.	2 0/0
	100 0/0

Sur la partie qui a fait réellement l'objet de transferts à destination du Canada, ces transferts ont été effectués de la façon suivante :

Importations nettes de marchandises	83 0/0
Divers.	17 0/0
	100 0/0

Les importations de capitaux ont dominé les mouvements de marchandises ; ces dernières ont servi en quelquel sorte de truchement pour faire parvenir les capitaux à ceux qui les avaient empruntés. L'écart existant entre les deux courbes que nous avons étudiées s'explique aisément par ce fait qu'il se produit un certain délai entre la souscription de l'opération de crédit et sa réalisation, c'est-à-dire son transfert. La réaction nécessaire pour rendre ce transfert possible, pour rapide qu'elle soit, n'est pas instantanée.

C'est qu'en effet, on l'a vu au chapitre précédent, les phénomènes d'emprunts extérieurs sont suivis par des mouvements dans les prix des divers pays en présence qui les rendent exécutables. Dans le cas actuel, ces mouvements ont été très nets, et leur régularité même explique la régularité avec laquelle se sont effectués les transferts d'Angleterre au Canada.

Les statistiques montrent que les prix en Grande-Bretagne, pays prêteur, c'est-à-dire débiteur, ont tendu pendant une première période (jusqu'en 1906) à baisser ; puis ils se sont mis à monter, mais d'une façon beaucoup moins accentuée que dans les autres nations : ils ont déchu relativement.

Au Canada, pays emprunteur, c'est-à-dire créancier, au contraire, les cours n'ont cessé de monter, et avec une grande ampleur de 1900 à 1913. Bien plus, c'est au moment où les importations de capitaux s'accélérent, quand ils montent brusquement de 143 millions de dollars en 1909 à 257 millions en 1910, et à 400 millions en 1913, que la hausse se fait la plus vive : 119,4 en 1909, 136 en 1912.

Aux Etats-Unis, pays neutre, ou qui tout au moins n'a fait à son voisin que des prêts relativement peu importants, les prêts ont cru à peu près régulièrement, suivant la tendance générale de cette période, qui est une période de hausse. Mais ils sont restés constamment entre les prix anglais et les prix canadiens, plus près cependant des seconds que des premiers, car les Etats-Unis, eux aussi, ont été dans cette période un pays emprunteur.

Indices généraux des prix (Prix de gros pondérés) (1) 1900 = 100			
Années	Canada	Grande-Bretagne	Etats-Unis
1900	100.0	100.0	100.0
1901	100.2	96.7	98.8
1902	103.6	96.4	106.2
1903	103.7	96.9	106.2
1904	104.5	98.2	107.4
1905	107.6	97.6	106.2
1906	113.5	100.8	109.9
1907	122.1	106.0	117.3
1908	118.2	103.0	113.6
1909	119.4	104.1	121.0
1910	121.0	108.8	124.7
1911	123.9	109.4	118.5
1912	136.0	114.9	125.9
1913	131.9	116.5	124.7
Moyenne	115	103	113

On ne possède pas pour la Grande-Bretagne et les Etats-Unis de statistiques sur les différentes classes de prix, prix domestiques, prix des marchandises importées, prix des marchandises exportées. Pour le premier de ces Etats, les chiffres seraient, d'ailleurs, peu intéressants, car la variété des opérations faites par les commerçants et les banquiers britanniques, ainsi que l'étendue de leurs relations, font que bien d'autres facteurs ont agi sur ces diverses catégories pendant la période dont on s'occupe.

Pour le Canada, par contre, on possède des statistiques détaillées, indiquant de façon précise l'évolution des dif-

(1) *Op. cit.*, p. 145.

férents groupes de prix (Voir tableau page suivante). D'accord avec la théorie, cette évolution s'est caractérisée par un décalage très net. L'ensemble des cours a monté, mais les produits domestiques sont devenus relativement beaucoup plus chers. Les prix des importations sont devenus relativement moins élevés. Enfin les prix des exportations, se maintenant à mi-chemin entre les précédents, ont suivi d'assez près la progression de l'ensemble des cours indiquée plus haut. L'explication des modifications enregistrées dans la balance commerciale apparaît d'elle-même. Les importations ont été encouragées, les industries domestiques sont devenues extrêmement prospères, et les exportations, si elles n'ont pas été ralenties, du moins n'ont pas été caractérisées par la même prospérité, ni ne se sont développées avec une semblable rapidité.

Quelle que soit l'imperfection des statistiques et en faisant la part des inexactitudes et des erreurs, il n'en reste pas moins que les chiffres donnent, sinon la valeur absolue, du moins la tendance des modifications intervenues, et leur rapport avec les autres. On ne peut manquer d'être frappé des confirmations que cet exemple apporte à la théorie des mouvements de marchandises.

* * *

Le cas de la France et de l'Allemagne après la guerre de 1870, pour n'être pas moins significatif, n'est pas d'une ampleur aussi grande. Il ne porte, en effet, que sur un nombre d'années plus réduit, sur des chiffres bien infé-

Les groupes de prix au Canada (Base 1900 = 100) (1)			
Années	Prix intérieurs	Prix des produits d'importation	Prix des produits d'exportation
1900	100.0	100.0	100.0
1901	111.5	94.8	101.7
1902	118.5	92.5	102.8
1903	119.1	97.7	103.3
1904	119.1	94.0	104.0
1905	120.9	98.3	107.9
1906	122.8	107.3	115.3
1907	135.6	114.2	124.4
1908	133.6	99.5	119.9
1909	141.0	102.2	123.6
1910	145.7	105.0	125.7
1911	151.4	103.8	129.0
1912	161.8	113.1	138.8
1913	161.7	114.1	133.9
Moyenne	132	102	116

rieurs et l'on ne dispose à son égard que de statistiques incomplètes. Il présente toutefois cet avantage que le mécanisme des transferts peut en être envisagé avec plus de facilité des deux côtés à la fois, c'est-à-dire, aussi bien au point de vue du créancier que de celui du débiteur.

Comme il s'agit du paiement d'une indemnité de caractère politique, il importe de distinguer le paiement légal et le paiement économique (2). Ce dernier seul nous intéresse actuellement, car seul il modifie la balance des

(1) *Op. cit.*, p. 145.

(2) Voir *infra*.

comptes respective des deux pays. Au total 5.305 millions de francs furent versés par la nation vaincue, dont 500 millions dans les semaines qui suivirent immédiatement la signature du traité de Francfort, le reste pendant l'année 1872 et jusqu'au mois de septembre 1873 à une cadence mensuelle d'environ 250 millions de francs.

Toutefois, la plus grande partie de cette indemnité ne fut pas acquittée au moyen d'exportations supplémentaires de marchandises. La France, en effet, possédait un grand nombre de créances étrangères, fruit des excédents anciens de la balance commerciale, et ce furent ces créances qu'elle utilisa largement : valeurs mobilières étrangères, intérêts à recevoir pour les placements au dehors. En outre le crédit de l'Etat français était suffisant pour qu'il fût possible de vendre à l'étranger des titres de rente (une assez forte proportion des deux grands emprunts de libération du territoire fut souscrite par les capitalistes étrangers, ce qui donnait ainsi directement des moyens de transfert). Enfin, le gouvernement put trouver assez d'or et de monnaies étrangères pour couvrir plus du cinquième de l'indemnité totale.

Le tableau de la page suivante (1) montre dans quelles proportions respectives ces différents procédés de transfert furent employés :

(1) *Op. cit.*, p. 172.

Millions de francs

Ventes de rentes françaises et de valeurs mobilières étran- gères au dehors.	1.400	29
Intérêts à recevoir de place- ments extérieurs.	1.500	31
Exportations nettes de mar- chandises.	420	8
Métal et monnaies.	1.000	20
Divers	600	12
	4.920	100

Ce ne furent là toutefois que des procédés de transfert provisoires. La France possédait assez de vitalité économique pour vouloir que le paiement de l'indemnité de guerre n'imputât en rien son capital national, et particulièrement son portefeuille étranger. Un effort supplémentaire lui permit d'y arriver. Jusqu'à la guerre de 1870 il existait normalement un excédent des exportations sur les importations, l'équilibre étant rétabli par le revenu des placements faits au dehors. En 1871, cet excédent se maintient et même s'augmente avec l'accroissement des besoins dus à la conduite des opérations militaires. En 1872 et 1873 apparaît un excédent inverse, c'est-à-dire un excédent des ventes sur les achats : 420 millions qui, ainsi qu'on l'a dit, on servi à parfaire le paiement de l'indemnité. Mais dans les années suivantes, au lieu de voir se rétablir la situation ancienne, on voit cet excédent persister, puis, quand il disparaît, en 1876, faire place pendant quatre années encore à un déficit

moindre que celui auquel on pouvait s'attendre d'après les résultats acquis avant la guerre. En 1879 seulement les choses reprennent leurs cours normal.

Le tableau suivant (1) retrace cette évolution de la balance commerciale. On y a inscrit d'une part la balance réelle, telle qu'elle ressort des statistiques — puis la balance estimée normale d'après les statistiques antérieures à 1871, c'est-à-dire poursuivant la même progression, — enfin la balance effective, telle qu'elle ressort de la différence entre les deux colonnes précédentes, et qui donne le véritable excédent à inscrire au crédit de la France.

Balance commerciale de la France de 1871 à 1879			
<i>En millions de francs</i>			
Années	Balance réelle	Balance estimée normale	Balance effective
1871	— 695	— 590	— 105
1872	+ 190	— 685	+ 875
1873	+ 230	— 780	+ 1.010
1874	+ 195	— 880	+ 1.075
1875	+ 335	— 975	+ 1.305
1876	— 410	— 1.075	+ 665
1877	— 235	— 1.170	+ 935
1878	— 995	— 1.265	+ 270
1879	— 1.365	— 1.365	0
Total	— 2.750	— 8.780	+ 6.030

Tout s'est passé comme si la France, ne disposant pas des créances extérieures résultant de ses surplus

(1) *Op. cit.*, p. 173.

d'exportations antérieures, avait commencé par emprunter pour effectuer le transfert de l'indemnité et se libérer au plus tôt de sa dette politique, puis s'était acquittée ensuite progressivement par des ventes de marchandises. Ce n'est pas autrement que la Grande-Bretagne s'était libérée envers le Canada des engagements qu'elle avait pris en lui octroyant des prêts.

La balance commerciale allemande permet de faire immédiatement la contre-partie. De 1872 à 1879 on constate un surplus régulier des importations sur les exportations. Si ce surplus est supérieur aux paiements reçus de la France, cela tient à ce que jusque vers 1875 les entreprises allemandes ont très largement emprunté sur les marchés extérieurs, probablement jusqu'à concurrence de plus de deux milliards de marks.

Balance commerciale de l'Allemagne de 1872 à 1876 (1)

En millions de francs

Années	Surplus d'importations
1872.	— 1.220
1873.	— 1.915
1874.	— 1.630
1875.	— 1.345
1876.	— 1.625
1877.	— 1.305
1878	— 802
1879	— 1.285

(1) *Op. cit.*, p. 175, après conversion des dollars en francs.

L'augmentation des exportations d'un côté, des importations de l'autre, fut rendue possible grâce aux mouvements du niveau des prix et à l'établissement de disparités de cours entre le pays créancier et le pays débiteur. Les prix allemands sont devenus relativement plus élevés et les prix français relativement moindres pendant toute la période envisagée. Leur comparaison avec les prix en Angleterre permet de voir qu'au cours des premières années ces derniers sont restés intermédiaires entre les précédents. A partir de 1875, l'indice anglais devient inférieur même à l'indice français, mais c'est qu'à cette époque il était normalement très bas.

Mouvements des prix de 1871 à 1879 (1)			
(Moyenne de 1865-1869 — 100)			
Années	Allemagne	France	Angleterre
1871	103	104	100
1872	114	108	109
1873	118	108	111
1874	109	100	102
1875	102	98	96
1876	100	98	95
1877	100	99	94
1878	92	91	87
1879	84	87	83

(1) *Op. cit.*, p. 175.

CHAPITRE IV

Réserves à la théorie traditionnelle des transferts

L'étude des phénomènes économiques consécutifs à l'apparition brusque dans la balance des comptes d'une nation d'un nouvel élément de passif ou d'actif sans contre-partie équivalente conduit à conclure que l'équilibre se rétablit de façon quasi automatique grâce au jeu des changements des prix, qu'il s'agisse de l'ensemble des prix de chaque pays, ou des prix de chacune des diverses catégories de produits. C'est là dépasser la théorie qui prétend que tout transfert de capital doit être précédé d'un transfert de marchandises d'une ampleur équivalente.

Ce résultat toutefois est loin d'être satisfaisant. Un certain nombre de questions demeurent encore sans réponse.

Tout d'abord les mouvements du métal jaune sont-ils vraiment toujours la cause de ces fluctuations de prix génératrices de réactions si bienfaisantes ?

Les réactions elles-mêmes s'opèrent-elles de façon immédiate et n'y a-t-il pas toujours une période de transition où les opérations de crédit à court ou à long terme jouent un certain rôle régulateur ?

Enfin les mouvements de capitaux nés de ces opérations de crédit provoquent-ils inévitablement des déplacements correspondants de biens ou de services ?

* *
* *

Dans les chapitres qui précèdent, on a supposé constamment que les fluctuations de prix constatées provenaient des importations ou des exportations d'or consécutives aux paiements extérieurs à recevoir ou à effectuer. Cette hypothèse est loin d'être purement gratuite. Elle s'est souvent réalisée depuis Ricardo, qui le premier a parlé des effets sur la situation de la balance des comptes d'une augmentation ou d'une diminution du stock métallique national. La seule annonce que le change d'un pays se rapproche des points d'entrée ou de sortie suffit, aujourd'hui encore, à provoquer à elle seule des réactions appréciables. Mais il faut bien reconnaître que, surtout depuis la dernière guerre, l'or ne joue pas son rôle régulateur dans toute la mesure où la théorie les prévoit.

Dès avant la guerre on pouvait remarquer que les modifications dans les balances des comptes n'étaient pas toujours suivies des modifications régulatrices dans la répartition de l'or. C'est ainsi que dans l'exemple déjà signalé des emprunts canadiens en Grande-Bretagne pendant les premières années du ^{xx}^e siècle, on ne voit pas que l'octroi des prêts ait été suivi, ni l'augmentation des importations au Canada précédée par des envois de métal de l'Angleterre à son Dominion (1). Pas davantage un pareil phénomène n'est-il constaté à propos des emprunts accordés depuis la fin du siècle dernier par la France à la Russie.

(1) J. VINER, *op. cit.*

Depuis 1914 les faits sont plus frappants encore. Les Etats-Unis, grâce à un excédent constant de leurs ventes sur leurs achats, sont devenus les créanciers du reste du monde et ont accumulé un stock d'or égal à ceux de tous les autres Etats réunis. Néanmoins l'équilibre des balances des comptes ne s'est pas encore rétabli. La balance commerciale américaine demeure largement créditrice, et cet excédent d'actif n'est compensé que par des prêts nouveaux incessamment accordés. L'Europe achète aux Etats-Unis beaucoup plus qu'elle ne leur vend, et leur emprunte à une cadence qui ne semble guère se ralentir. Malgré cela, et à cause surtout de la politique tarifaire du gouvernement américain, le retour à une situation normale ne se fait pas ; ni l'excès des réserves d'or aux Etats-Unis, ni l'insuffisance de celles de la plupart des Banques d'émission du vieux continent ne paraissent influencer beaucoup sur les niveaux respectifs des prix dans ces diverses nations, ou provoquer les mouvements de marchandises nécessaires pour combler les déficits et régler le lourd passif de plusieurs années de guerre.

Il faut donc dès maintenant apporter une première réserve à l'automatisme des modifications de prix qui permettent de réaliser sans peine des transferts importants. D'autre part, il faut chercher quels sont les facteurs autres que les entrées ou les sorties d'or qui peuvent provoquer ces modifications.

Il semble bien que le métal ne joue son rôle régulateur que pour régler des déficits accidentels et sans grande importance dans une balance des paiements, provenant

par exemple d'une mauvaise récolte, d'une catastrophe quelconque, ou du règlement d'une dette venue à échéance. Au contraire le transfert de paiements considérables et d'une certaine durée, tels que les annuités d'une indemnité de guerre, ou de grands emprunts de l'étranger, nécessiteraient des mouvements d'or que l'on ne saurait envisager, étant donnée la faiblesse relative des réserves mondiales, et qui, du reste, par leur ampleur même, auraient des répercussions psychologiques fâcheuses. C'est donc d'un autre côté qu'il faut chercher, au moins partiellement, une explication du rétablissement de l'équilibre de la balance.

Tout d'abord, très souvent, la question du transfert ne se pose pas, en ce sens que l'emprunt, dont il faut livrer le montant, est contracté précisément pour permettre au pays qui se constitue débiteur d'acheter dans le pays qui devient son créancier certaines marchandises dont il a besoin. Par exemple, la France au cours de la guerre, s'est endettée vis-à-vis des Etats-Unis, ceux-ci lui ouvraient des crédits la mettant en mesure de se procurer chez eux du matériel de guerre ou des approvisionnements. De même de 1900 à 1913 la Grande-Bretagne a fait crédit au Canada quand celui-ci voulait lui acheter l'outillage qui lui manquait pour accélérer le développement de son agriculture et de son industrie. C'est là ce qui explique que le problème des transferts se pose d'une façon moins aiguë pendant la première phase, c'est-à-dire celle de la réalisation de l'opération. Cela n'empêche pas d'ailleurs le plus souvent les disparités de prix d'apparaître entre les différents Etats, ni leur hiérarchie de

s'établir à l'intérieur de chacun d'eux, dans toute la mesure où la résorption dont il vient d'être parlé ne s'est pas faite.

Au contraire, le remboursement d'une dette extérieure présentera généralement plus de difficultés parce que le marché des marchandises ne sera pas de la même façon instantanément adapté. L'adaptation se fera néanmoins grâce aux modifications du pouvoir d'achat que provoque à la fois chez le débiteur et chez le créancier le paiement des annuités (1).

Dans la nation débitrice le seul fait de la constitution d'un excédent prouve que la production est supérieure à la consommation. Le processus est le même, qu'il s'agisse d'une dette politique dont le service est effectué grâce à la réalisation de recettes budgétaires supplémentaires, ou qu'il s'agisse d'une dette commerciale, remboursée grâce aux bénéfices accrus ou aux économies réalisées dans la gestion de l'entreprise endettée. Du moment où une certaine partie du revenu national a été ainsi mise de côté, le pouvoir d'achat dans le pays est réduit d'un montant égal. Une tendance à la réduction générale du niveau des prix apparaît derechef, et quelle que soit la théorie monétaire à laquelle on se rattache, on doit reconnaître que les conditions de vente deviennent médiocres pour les producteurs étrangers, tandis que les conditions d'achat se font exceptionnellement favorables. D'où un excédent d'importations, une demande plus forte de change sur le pays débiteur,

(1) B. M. ANDERSON, *Bulletin économique de la Chase National Bank*, 28 avril 1924 et 8 avril 1927,

demande qui croît jusqu'à ce qu'elle vienne contrebalancer les offres que nécessite le service de la dette à acquitter.

Si en effet on prend position pour la théorie quantitative de la monnaie, la réduction du pouvoir d'achat constatée se traduit par une réduction du même ordre de la quantité de monnaie en circulation. Dans la formule d'Irving Fisher $M V + M' V' = P T$ on verra M ou M' se restreindre (et plus probablement M' que M) puisqu'une partie des fonds antérieurement employés sera retirée de la circulation. Cette sorte de déflation provoquera une chute des prix. Elle sera d'ailleurs beaucoup plus efficace si elle a pour origine le service d'une dette de l'Etat, si elle provient d'un accroissement des prélèvements fiscaux, car elle se répercutera alors indistinctement sur toutes les classes de la population.

La théorie du revenu (1), qui se résume dans la formule $R = P Q$ (où R représente le revenu national, Q la production et P l'ensemble des prix) proclame qu'il y a « égalité fondamentale » entre le revenu d'un pays et sa production ; le premier permet d'acheter le second. Si l'Etat ou les particuliers consacrent une partie de ce revenu au paiement d'une dette extérieure, la production se trouvera devenir supérieure à l'ensemble des ressources nationales. Pour lui trouver un emploi, il faudra susciter un excédent d'exportations, lequel permettra en même temps de procéder aux transferts. Mais pour cela une baisse de prix est indispensable ; elle se produira, car

(1) Voir A. AFTALION, *Le problème des transferts*, dans *l'Information Financière* des 4, 5, 6 et 8 janvier 1929.

on ne saurait concevoir qu'une part de la production demeure inemployée.

Rien n'est plus naturel que la concordance des solutions à laquelle on aboutit avec deux théories aussi opposées. Si en effet on met en regard les deux formules envisagées $MV + M'V' = PT$ et $R = PQ$, on constate qu'en somme elles sont corrélatives l'une de l'autre. L'ensemble des transactions, T , est proportionnel à la production Q , car il a celle-ci pour base fondamentale ; en telle sorte que l'on peut écrire $PT = K \times PQ$, K étant un coefficient approprié.

On en déduit immédiatement que $MV + M'V' = KR$ autrement dit que l'ensemble des paiements effectués dans un pays est sensiblement proportionnel au revenu de l'ensemble des nationaux, ou inversement (1).

Aussi quand on modifie le premier membre de l'une ou l'autre des deux équations, comme ni T , ni Q ne sont altérés de ce fait, est-il logique que ce soit P qui change pour que l'équilibre soit maintenu.

Les mêmes réactions se produisent naturellement, mais dans un ordre inverse, chez le pays créancier (2). Son revenu, ou sa circulation, est augmenté des versements effectués par le pays débiteur, sans changement analogue immédiat dans sa production ou dans l'ensemble des transactions qui se font sur son territoire. Dès lors le niveau de ses prix monte, permettant toutes

(1) Voir A. AFTALION, *Monnaie, prix et change*, p. 191 et suivantes.

(2) Dans toute la mesure où les paiements reçus sont incorporés dans l'économie nationale. Cf. ci-dessous chapitre V, et A. AFTALION, article cité de l'*Information* des 5 et 6 juin 1929.

les réactions qui ont été décrites au chapitre II et qui rendent possibles les transferts (1).

* * *

Cependant la réduction même du revenu national opérée par les prélèvements faits pour assurer les paiements arrivés à échéance ne va pas sans rendre plus malaisée la réalisation de ces paiements. La baisse des prix qu'elle provoque réduit à son tour, et d'une façon non plus accidentelle, mais permanente, les ressources de la plupart des individus. Si l'on prend pour le moment — la situation apparaîtra plus clairement — le cas d'une dette politique, les prélèvements fiscaux à venir se feront eux-mêmes plus lourds puisqu'ils portent sur des ressources moindres. Le sacrifice à faire pour assurer la libération régulière des engagements contractés sera donc plus grand lui aussi, et cela permet de dire que les

(1) Le professeur James W. Angell dans sa *Theory of International prices* donne une explication de la baisse des prix par la diminution du pouvoir d'achat dans le pays débiteur, qui se rapproche de celle que nous venons d'exposer, bien qu'elle ait un caractère plus technique. Envisageant l'hypothèse d'une dette d'une nature quelconque, le professeur Angell montre qu'elle provoque des fluctuations dans le stock des lettres de change détenu par les banquiers de la nation créditrice ou de la nation débitrice. Dans cette dernière, par exemple, il y aura une demande de traites sur l'étranger supérieure au volume de traites que fournit l'excédent des exportations. Les traites ne peuvent être fournies qu'en puisant dans les réserves des banques, lesquelles réserves doivent diminuer. Cette diminution suppose une réduction correspondante du pouvoir d'achat en circulation par rapport au niveau normal. Comme il n'y a pas de diminution dans la quantité des biens produits ou offerts, on verra les prix tomber par rapport aux prix mondiaux : d'où un stimulant aux exportations, etc. Le processus se déroulera jusqu'à ce que les réserves de traites soient suffisantes par rapport aux demandes nouvelles.

annuités à servir pour acquitter la dette envisagée seront relativement plus importantes que les sommes antérieurement reçues, et plus importantes aussi, dans l'hypothèse où il s'agirait d'un arrangement amiable entre débiteurs et créanciers, que l'effort exigé par ces derniers et sur lequel l'accord s'était conclu.

La baisse des prix ne provoquera pas que ces répercussions imprévues. Par ses effets propres, et indépendamment des conséquences qu'elle peut avoir sur les dispositions des acheteurs étrangers, elle pousse à des exportations constamment accrues par rapport aux importations. Si l'annuité dont il est question continue à absorber une partie du revenu du pays, la baisse des prix ne suffira pas à rétablir l'égalité entre ce dernier et la valeur de la production. L'infériorité de l'un par rapport à l'autre obligera à soustraire au marché intérieur une partie des produits de l'économie nationale pour l'écouler au dehors. Le même objet d'ailleurs serait obtenu si on procédait au contraire à une restriction de la consommation intérieure par une demande moindre des marchandises importées.

On pourrait faire une objection à ce raisonnement qui prétend déduire d'une augmentation des impôts une diminution du niveau des prix. N'est-il pas reconnu en effet que plus les charges fiscales sont lourdes, plus les frais imposés aux producteurs sont élevés, et plus les prix de revient, donc les prix de vente, s'élèvent eux aussi ? A cette critique, on ne saurait répondre en disant que ces incidences ne se produisent pas quand le produit des taxes, au lieu d'être remis en circulation dans le

pays lui-même, est envoyé au dehors. Quelle que soit sa destination finale, un droit sur le sucre ou sur les transports des voyageurs par chemins de fer, n'en provoque pas moins une majoration des cours du sucre ou du prix des billets. — En réalité, il faut faire une distinction entre les diverses catégories d'impôts. Il en est, et c'est le cas des impôts indirects, qui, assis sur les marchandises elles-mêmes ou sur les paiements, amènent nécessairement un accroissement du coût des objets : ils pèsent sur les dépenses des contribuables. D'autres au contraire atteignent les ressources de chacun : ce sont les impôts sur les revenus ou sur le capital. Ceux-là sont à même de provoquer un resserrement des prix, car une fois perçus, et s'ils ne sont pas immédiatement rendus à la circulation sous la forme de dépenses budgétaires, ils viennent en déduction du revenu de chacun, au lieu d'être comme les précédents rejetés par les redevables sur leurs clients, et accrus à chaque transaction dont est l'objet le produit taxé. Les impôts directs amènent directement une réduction du pouvoir d'achat, ils sont effectivement générateurs de déflation.

Le choix de la matière imposable ne va donc pas dans cette question des transferts sans avoir une certaine importance. Si les charges fiscales portent sur les dépenses des contribuables, une hausse des prix s'en suivra, ou tout au moins il ne se produira pas la baisse qui aurait dû normalement avoir lieu. Les exportations, loin d'être stimulées, se trouveront sans doute entravées. Et comme, tout de même, le revenu de chacun se trouvera réduit, une surproduction apparaîtra sur le marché

national, laquelle ne pourra être compensée par des demandes plus fortes venant des marchés extérieurs. Sans doute la crise économique inévitable obligera-t-elle les producteurs à prendre à leur charge les taxes supplémentaires qui ont été créées, et à réduire leurs prix jusqu'à ce que la demande des consommateurs nationaux et surtout étrangers, vienne rétablir l'équilibre, et permettre les transferts. Mais ce processus comporte autant d'inconvénients pour la collectivité que de sacrifices pour les individus.

Si d'ailleurs le rétablissement de la situation se fait plus rapidement avec un système fiscal grevant les ressources individuelles et non plus les dépenses, cela ne veut pas dire qu'il sera dans ce cas exempt d'inconvénients et de sacrifices. La chute des prix stimulera les exportations et arrêtera les importations. Mais il n'est pas invraisemblable de supposer qu'elle entraînera une crise économique : d'où, comme précédemment, une réduction des recouvrements fiscaux, et la nécessité d'accroître encore des impôts déjà très lourds.

Mais alors, dans un cas comme dans l'autre, existe-t-il une limite à cette cascade de répercussions ? Le moment viendra-t-il jamais où l'économie du pays débiteur se trouvera définitivement adaptée aux circonstances nouvelles ? On ne voit pas *a priori* pourquoi l'adaptation se ferait, pourquoi on n'arriverait pas à la permanence du déséquilibre budgétaire, à la dépréciation des changes, à l'impossibilité des transferts.

Il s'agit en somme de trouver dans la production nationale un surplus exportable égal en valeur au mon-

tant des paiements extérieurs que l'on veut compenser. *A priori* ce surplus peut toujours être obtenu par l'impôt qui ampute d'un prélèvement de même valeur la consommation nationale. Mais l'impôt ne sera supporté que si les charges qu'il impose aux individus restent dans les limites des facultés contributives de chacun. Autrement dit le transfert sera réalisable seulement à la condition que la somme à transférer ne dépasse pas la capacité de paiement, la capacité budgétaire du pays endetté. Si cette faculté budgétaire n'est pas dépassée, aucune difficulté économique ou monétaire n'apparaîtra, puisque par hypothèse les taxes auxquelles on a dû avoir recours ne sont pas de nature à déclencher une crise nationale. Si au contraire on a été au delà de cette faculté, le surplus économique que l'on avait pensé obtenir ne sera pas exportable, et sa constitution provoquera des troubles qui ne pourront être arrêtés que par la suspension des paiements et la cessation des transferts.

* * *

Il n'y a rien là, d'ailleurs, que de très normal : ce sont les mêmes conditions que celles requises pour qu'un Etat soit à même d'acquitter régulièrement les annuités d'une dette intérieure. Si le service de cette dernière ne dépasse pas les limites de la capacité contributive de l'ensemble des citoyens, il pourra se faire normalement, quitte à exiger de chacun des sacrifices considérables et à restreindre singulièrement la prospérité économique générale. Si au contraire il représente une charge trop

lourde, en égard au revenu national, de deux choses l'une ; ou bien le gouvernement fait un effort considérable pour sauvegarder l'équilibre budgétaire ; mais cela le conduit à établir des impôts trop lourds, et les excès de la fiscalité conduisent comme précédemment pour le cas d'une dette extérieure à la crise économique, au déséquilibre budgétaire, à l'inflation, à la dépréciation monétaire. Ou bien les pouvoirs publics, ne voulant pas grever d'une façon excessive un contribuable déjà lourdement taxé, acceptent de présenter des budgets déficitaires ; mais c'est retomber plus directement encore que précédemment dans l'inflation et le mal monétaire. Dans les deux éventualités d'ailleurs, le remède se trouve dans le mal lui-même. Il arrive en effet un moment où la dévaluation de la monnaie, réduisant, à mesure qu'elle s'accélère elle-même, le poids d'une dette contractée en une unité monétaire qui demeure identique, sera suffisante pour que la charge de cette dette devienne supportable. Une stabilisation monétaire faite à un taux judicieusement choisi, permettra de revenir à une situation saine et à une politique financière normale. Mais les ruines accumulées témoignent de la dureté des sacrifices consentis.

En matière de dette extérieure, il n'en va pas très différemment. Que les impôts supplémentaires créés pour en assurer le service ne dépassent pas la capacité budgétaire du pays, il n'y a pas de raison décisive pour que la chute des prix qui s'ensuivra ne provoque pas un supplément d'exportations et ne rende pas réalisables les transferts. Que par contre ils soient de nature à

provoquer les bouleversements envisagés dans la seconde hypothèse du paragraphe précédent, alors certainement les déséquilibres budgétaires et les dépréciations du change conduiront rapidement à l'impossibilité des transferts.

Impossibilité momentanée seulement. Nous verrons plus loin, en étudiant le mécanisme des transferts sous un régime de papier-monnaie déprécié, que cette dépréciation même de la monnaie, stimulant les exportations grâce à l'écart entre les prix intérieurs et les cours mondiaux, permettra, au moins pendant un certain temps, d'effectuer au dehors des paiements importants. Dans ce cas encore, comme en ce qui concerne une dette intérieure, le mal trouve en lui-même un remède. Mais il n'en demeure pas moins, et c'est ce dont on s'occupe quand on parle de la possibilité des transferts, que ceux-ci n'ont pu être faits sans porter une atteinte sérieuse au système monétaire du pays débiteur, et que leur continuation conduira peut-être celui-ci à une ruine définitive.

Au rapprochement ainsi fait entre le paiement d'une dette intérieure et celui d'une dette étrangère, on pourrait cependant faire deux objections. Tout d'abord l'un et l'autre n'ont pas du tout la même incidence, puisque les arrérages versés au titre de la première ne sortent pas du pays, mais sont versés à des nationaux qui, par la suite, deviendront contribuables. Les annuités envoyées à des créanciers étrangers sont définitivement perdues et n'entrent plus en ligne de compte dans le calcul des revenus individuels. Il est certain que la liquidation d'en-

gagements internationaux, se traduisant en somme par des exportations de marchandises ou de service sans contre-partie, représente une perte sèche pour un Etat. Mais cela veut dire simplement que les limites de la capacité de paiement sont plus vite atteintes que pour la liquidation d'engagements internes. Ceux-ci, et l'expérience est malheureusement là pour le prouver, bien qu'ils ne fassent pas sortir un centime du territoire national, sont cependant capables de mettre un budget en déficit et de ruiner les finances publiques.

En second lieu, la dépréciation de la monnaie diminue le poids d'une dette intérieure, en consacrant d'ailleurs une faillite partielle de l'Etat. Elle est sans effet sur le montant d'un engagement contracté en une monnaie restée stable, ou en or. Elle ne peut donc qu'aggraver la charge qui incombe au débiteur, et la réduction qu'elle peut entraîner dans le service de la dette nationale ne sera pas, sans doute, une compensation suffisante. Le fait est incontestable tant que la dépréciation continue, car les revenus et les prix intérieurs ne s'ajustent que lentement à la valeur nouvelle de la monnaie. Mais nous avons vu que précisément pendant cette période les transferts se trouvent facilités par le même phénomène, au détriment, il est vrai, des finances et de l'économie de l'Etat débiteur. C'est plus tard seulement, quand tout l'organisme économique se sera adapté au nouvel étalon des valeurs, qu'il deviendra indifférent de compter la dette extérieure en monnaie ancienne ou en monnaie nouvelle, puisque, dans une hypothèse comme dans l'autre, il s'agira de livrer au créancier le même poids de métal

fin. Il reste cependant de cette seconde objection qu'un pays ne peut se décharger du poids insupportable d'une dette étrangère excessive, fut-ce en recourant, comme il peut le faire dans le domaine intérieur, à une faillite partielle. Ceci confirme simplement ce que nous disions précédemment, que l'obstacle au paiement de la dette en question ne peut venir de la difficulté de procéder aux transferts, mais de l'impossibilité de se procurer dans des conditions normales la somme nécessaire à la réalisation de ces transferts. Ce sont les désordres budgétaires qui provoquent un bouleversement des changes, beaucoup plus que l'exportation des capitaux ; avec un régime financier sain, l'équilibre de la balance des comptes s'établira toujours.

* * *

Nous venons d'insister sur les obstacles que peut présenter le transfert d'une dette politique. C'est, qu'en effet, la situation est alors rendue plus difficile par ce fait que très souvent la dette, dont il faut acquitter les échéances, est fixée arbitrairement, que ce soit une indemnité de guerre proprement dite ou un engagement financier contracté par un Etat vis-à-vis d'un autre Etat pour des fins politiques. Dans le cas d'obligations privées, passées entre particuliers dans un but commercial, ou même parfois entre un gouvernement et des particuliers, le montant en est déterminé d'après les besoins de l'emprunteur et les ressources du créancier ; c'est dire qu'elles s'adapteront d'elles-mêmes à la situation de chacun des pays en cause. C'est la raison pour laquelle

jamais à ce propos la question des transferts ne s'est posée. *A priori* les paiements sont proportionnés à la capacité du pays qui les effectue ; la balance des comptes se rétablit aisément.

On pourrait dire qu'en ce domaine si les transferts sont possibles, c'est parce qu'ils ne sont pas sans contrepartie. Le créancier envoie bien à son emprunteur les sommes qu'il a souscrites, mais c'est parce qu'il en attend le paiement des intérêts et le remboursement du capital. Le débiteur s'engage à faire paiement et remboursement, mais c'est parce qu'il a reçu auparavant des capitaux qui lui ont permis d'accroître ses facultés productrices. En réalité, il s'écoule souvent un long espace de temps entre le moment où un emprunt est contracté et celui où il est remboursé : pendant cette période tout se passe comme dans l'hypothèse d'une dette politique sans contrepartie. Il y a plus ; il peut très bien se faire que la créance ne soit pas remboursée du tout, soit par suite de la mauvaise foi du débiteur, soit parce qu'il a fait faillite ; on rentre bien alors dans l'hypothèse d'un engagement purement gratuit de la part de l'un des co-contractants.

Un exemple frappant de cette hypothèse est l'histoire des relations financières franco-russes depuis la fin du xix^e siècle. La France a prêté à la Russie, tant au gouvernement qu'aux entreprises industrielles, un grand nombre de milliards. Le service de ces emprunts a été fait avec régularité jusqu'à la chute du régime impérial, mais grâce surtout à de nouveaux prêts accordés par les créanciers. Après 1917, pas un centime d'intérêt ou

d'amortissement n'a été payé. On ne voit pas très bien quelle différence peut exister entre le transfert de ces prêts et celui d'une dette purement politique, comme l'indemnité de guerre franco-allemande de 1871.

CHAPITRE V

Les mouvements de capitaux

Quelle que soit l'efficacité du mécanisme qui tend à rétablir l'équilibre de la balance des paiements par une modification de la balance commerciale due aux mouvements des prix, cette adaptation ne saurait se faire instantanément. Elle ne sera pas très longue à réaliser si le passif ou l'actif nouveau à contrebalancer est de peu d'importance. Elle sera plus malaisée si l'amplitude et la durée du déséquilibre sont plus accentuées.

Or, dans la théorie classique, ce sont les mouvements de l'or qui aident à traverser cette période intermédiaire, en même temps qu'ils servent à créer les disparités nécessaires dans le niveau général des prix de l'Etat créancier et de l'Etat débiteur. Nous avons vu qu'en fait, et sauf de minimes exceptions, ils ne jouent plus guère ce deuxième rôle ; ce n'est pas la quantité de métal précieux détenue dans un pays qui règle le niveau des prix : c'est bien plutôt la quantité de pouvoir d'achat, laquelle de plus en plus, avec le développement des formes nouvelles du crédit, est relativement indépendante du stock d'or, et se trouve en relations étroites avec la production et le revenu nationaux. De même pour servir à faire la transition indispensable, les entrées et les sorties de métal ne jouent plus guère de rôle ; au reste, les réserves des banques d'émission seraient le plus souvent insuffi-

santes. Les mouvements internationaux de capitaux vont remplacer les mouvements de l'or.

* * *

Quand des paiements importants à faire à l'étranger viennent détruire l'équilibre de la balance des comptes, les cours des changes s'élèvent, nous l'avons vu, jusqu'aux points de sortie de l'or. Mais normalement l'Institut d'émission doit essayer d'empêcher des sorties effectives de métal, qui affaibliraient le gage de sa circulation fiduciaire, et pourraient avoir, tant sur le marché des changes que sur le marché économique, des répercussions défavorables. Pour défendre son encaisse, il va élever le taux de son escompte.

Aussitôt les capitaux disponibles à l'extérieur, et en quête de l'emploi le plus rémunérateur possible, vont affluer, attirés par les conditions avantageuses qui leur sont faites. Il se produira une amélioration immédiate de la situation de la balance des paiements et bientôt un retour à l'équilibre.

Si le déficit intervenu avait été accidentel et temporaire, si c'était par exemple un déficit saisonnier, la hausse du taux de l'escompte aura eu un effet salubre. Elle aura permis le passage d'un moment difficile, et bientôt après de nouveaux éléments d'actif apparaîtront qui viendront définitivement remédier au déséquilibre.

Mais celui-ci peut être plus durable et plus profond, et l'on conçoit qu'alors un afflux momentané de capitaux flottants à court terme ne soit pas suffisant pour assurer

les transferts nécessaires. Il faut une modification sinon permanente, du moins prolongée, du niveau des prix. Mais précisément une hausse du taux de l'escompte, si elle dure pendant un certain temps, pourra provoquer, par la restriction des crédits et le ralentissement de la vie économique, une dépression du prix des marchandises et constituer un stimulant aux exportations, une barrière aux importations. Pendant ce temps la diminution effective du pouvoir d'achat dans le pays, grâce aux prélèvements faits pour les annuités à servir, fera sentir son influence durable sur les cours des marchandises.

Toutefois ce raisonnement, souvent vérifié dans ses grandes lignes, ne va pas sans quelques réserves importantes (1). Il peut arriver que les réactions résultant de la majoration du taux de l'escompte, ne se produisent pas, ou qu'elles n'aient que des effets limités. Mais surtout, l'afflux des capitaux étrangers peut, en accroissant l'aisance du marché monétaire, aboutir à un résultat exactement inverse de celui auquel on voulait arriver, et retarder l'entrée en action des forces qui doivent tendre à rétablir l'équilibre détruit. Au lieu d'un ralentissement générateur de baisse de prix, on obtiendra une surexcitation de la vie économique et bientôt les importations de marchandises se feront plus importantes, suite naturelle des importations de capitaux qui se perpétuent.

Les choses, heureusement, ne peuvent aller aussi loin que dans le cas où ces importations de capitaux, provoquées d'abord par l'attrait d'un taux plus élevé, sont

(1) A. AFTALION, articles cités.

maintenues dans un but spéculatif. Autrement dit les détenteurs de ces capitaux attendent maintenant de leurs placements momentanés dans le pays débiteur un gain en capital, grâce à des fluctuations possibles du change, et non plus un gain en revenu : l'Institut d'émission, en effet, n'a plus aucune raison pour maintenir son escompte à un taux anormalement élevé. Il arrivera alors un moment où les spéculateurs étrangers ne pourront plus garder leurs positions, et le reflux des capitaux au dehors ne tardera pas à se réaliser. A ce moment, sans doute, des sorties d'or seront inévitables et provoqueront de façon définitive les réactions indispensables.

Un exemple très caractéristique de ces mouvements spéculatifs de capitaux aggravant le déficit de la balance des comptes, ou en retardant l'amélioration, est celui des acquisitions de francs faites en 1919 et en 1920 par des étrangers qui escomptaient une hausse de notre devise, et qui ont permis des importations considérables de marchandises. Mais sous un régime de monnaie saine et stable de pareilles éventualités sont bien peu à redouter, grâce aux envois toujours possibles de métal précieux. Le cas cité prouve simplement ce fait incontestable que le mécanisme des transferts est beaucoup plus délicat sous un régime de papier-monnaie inconvertible.

Cependant, les difficultés seront très supérieures si, au lieu d'importations de capitaux à court terme, on assiste à des entrées de capitaux à long terme (1). L'Etat

(1) Dans ce cas les entrées de capitaux n'ont pas forcément une origine spéculative. Elles peuvent être par exemple provoquées par l'attrait d'un intérêt élevé dû à la pénurie d'argent existant sur le marché de l'Etat

débiteur, trouvant malaisément les moyens de se libérer, peut contracter des emprunts au dehors qui lui donneront les moyens nécessaires pour s'acquitter ou lui fourniront le change dont il a besoin. Dans ces conditions la réduction opérée dans le pouvoir d'achat en circulation verra ses effets compensés par les entrées de capitaux étrangers. Le revenu national ne diminuera pas. Des importations de marchandises suivront les importations de capitaux. La consommation individuelle s'accroîtra ; l'outillage industriel et les installations s'étendront. En un mot il se passera exactement les phénomènes inverses de ceux qui auraient dû se passer. Sans doute les transferts se feront-ils aisément, mais au détriment de l'avenir, puisque les engagements contractés rendront plus lourds les paiements futurs à faire au titre des dettes étrangères. Quand les emprunts cesseront, l'adaptation pourra s'effectuer, mais elle sera devenue plus difficile.

En somme, les mouvements de capitaux sont utiles pour permettre de franchir la période transitoire pendant laquelle les paiements doivent commencer sans que les prix se soient encore ajustés, de façon à modifier dans la mesure désirable la balance commerciale. Sauf des cas exceptionnels, et dont les conséquences d'ailleurs ne peuvent se prolonger très longtemps, l'ordre des événements serait donc le suivant, dans le pays débiteur (1) :

envisagé. Tel a été le cas de l'Allemagne depuis la stabilisation de sa monnaie en 1924. Aucun espoir de hausse du change allemand n'est intervenu pour pousser les capitalistes étrangers à y placer leurs disponibilités.

(1) Il existe dans l'histoire économique de ces dernières années d'assez nombreux cas d'une modification du taux de l'escompte sans mouvements

1^o Hausse des changes étrangers jusqu'aux points de sortie de l'or (Envois au dehors de métal précieux) ;

2^o Majoration du taux de l'escompte. Afflux de capitaux étrangers ;

3^o Baisse des prix des marchandises. Augmentation des exportations (et diminution des importations).

Dans le pays créancier le processus est exactement contraire (baisse des changes étrangers, afflux d'or, réduction du taux de l'escompte, etc.).

Une sortie d'or, une entrée de capitaux étrangers peut donc être nécessaire après le premier paiement important à faire pour le service de la dette (que ce soit un remboursement de dette, ou un emprunt à faire parvenir à l'emprunteur). Mais ensuite la pression sur les changes cesse, grâce au retrait du pouvoir d'achat de la circulation et à la baisse des prix. Le surplus d'exportations provoque une entrée de change pour le prochain paiement. Ceux qui redoutent la difficulté des transferts se fondent sur cette assertion que les versements successifs ont un effet cumulatif sur le marché des changes ou sur les réserves de la Banque d'émission (1). En réalité, les prix demeurent bas, ou fléchissent encore, puisque l'amputa-

corrélatifs dans le niveau des prix. Aux Etats-Unis par exemple depuis 1919 la stabilité des cours n'est due que partiellement à la politique de l'escompte (voir A. AFTALION, *Monnaie et industrie*, p. 87 et suivantes). Mais ce n'est plus exactement la question dont nous nous occupons actuellement. Nous envisageons l'hypothèse où un pays débiteur est obligé d'élever le taux de son escompte afin d'attirer provisoirement les capitaux étrangers et de faire face à ses obligations. La baisse ultérieure des prix peut être due pour une part à cette politique, mais plus probablement à d'autres causes : modifications du pouvoir d'achat, etc.

(1) R. C. LONO, *The Mythology of Reparations*, chap. IV : *Dioscuri, The anatomy of an equivalent*.

tion du revenu national continue à être faite. Le processus continue jusqu'à ce que la dernière annuité ait été livrée, et finalement on arrive au double résultat suivant en lequel se résume tout transfert international de capitaux. Résultat négatif : on n'aura employé dans l'opération ni change étranger, ni monnaie internationale. Résultat positif : le pays créancier aura reçu en marchandises une valeur équivalente au montant de sa créance.

* * *

Le rôle des mouvements de capitaux ne se borne pas à celui dont il vient d'être question, et qui est en définitive d'un ordre essentiellement transitoire, et dans une certaine mesure paradoxal. Il en existe à l'inverse un autre qui, lui, ne peut que favoriser les changements divers qui permettront des transferts définitifs. Les fluctuations dans les dépôts en banque sont en effet une conséquence caractéristique des importations ou des exportations de capitaux.

Dans un pays qui a d'importants paiements à faire au dehors, on doit normalement constater dans la période qui suit l'échéance une diminution sensible de l'ensemble des dépôts en banque. A l'inverse l'Etat qui reçoit des capitaux voit le niveau de ces dépôts monter, augmentation qui précède l'accroissement de ses importations (celui-ci consacrant définitivement le transfert à réaliser). Dans le premier cas, la situation est moins nette puisque les modifications qui devraient logiquement se manifester peuvent être contrebalancées

par des modifications inverses dont la cause est le souci qu'a l'Institut d'émission de défendre son encaisseur et qui sont provoquées par une majoration du taux de l'escompte. Dans le second cas, les faits sont beaucoup plus clairs, et leur examen montre comment en fait on a procédé aux transferts du côté de la nation créancière. Le cas a d'ailleurs été minutieusement étudié par un certain nombre d'auteurs américains qui se sont occupés des grands mouvements de capitaux nés des prêts accordés à divers pays américains par les Etats de l'Europe Occidentale, et dont l'un a déjà été cité précédemment (1).

Dans un pays qui reçoit des capitaux de l'extérieur, il existe une relation entre l'excédent de ses importations nettes de capital sur les importations de marchandises et autres, d'une part, et le mouvement annuel des dépôts en banque d'autre part. Les changements de ces derniers suivent avec un certain retard les changements des premières, tout en étant d'ailleurs généralement supérieurs, parce que le progrès économique général comporte leur accroissement constant. Le retard constaté tient au délai qui existe toujours entre l'annonce du paiement à faire et son transfert véritable.

La raison de cette interdépendance des deux phénomènes est la suivante. Quand le volume des importations

(1) Jacob VINER, *op. cit.* — En outre : FRANK D. GRAHAM, *International Trade under depreciated paper : The United States, 1862-1879* (*Quarterley. Journal of Economics*, 1922) ; J. H. WILLIAMS, *Argentine international trade, 1880-1900* (Cambridge, 1920). Voir aussi J. W. ANGELL, *op. cit.*, p. 170 et suivantes et *The Internally Debts and the United States* (New-York 1925).

nettes de capital dépasse le volume des moyens de paiement existants, réels et définitifs, le transfert est effectué grâce à une extension temporaire des dépôts en banque chez le créancier. Celui-ci, possédant des sommes en devises étrangères dont il n'a pas actuellement l'emploi, les dépose dans ses banques en attendant de s'en servir, et c'est cette opération même qui lui fournit un emploi aux fonds qu'il détient.

L'augmentation des dépôts en banque provoque en effet une augmentation correspondante du pouvoir d'achat en circulation. Comme le fait remarquer le professeur Angell (1), les changements dans le volume de ces dépôts peuvent être regardés, quand on considère une assez longue période de temps, comme assez représentatifs des modifications de la quantité de monnaie en circulation. Pendant une courte période, la répartition de ces dépôts entre les postes réserves et circulation active, peut être altérée. Mais pour une durée plus longue, ces fluctuations qui ne correspondent pas aux mouvements des dépôts en banque tendent à se compenser. Dès lors les dépôts en banque ont une influence sur le niveau général des prix. Leur accroissement aboutit à une expansion du crédit, et à une hausse générale des prix, donc à une augmentation des importations et plus généralement, du déficit de la balance commerciale. Inversement leur diminution provoque une réduction des achats au dehors. Le transfert final est alors rendu possible.

(1) *Op. cit.*, 173, note 1. — C'est la même théorie que celle exposée précédemment p. 57, note 1.

Reprenant l'exemple des emprunts contractés par le Canada en Angleterre pendant la période 1900-1913, nous pouvons vérifier rigoureusement l'ensemble de ces résultats. On voit se produire successivement les importations de capitaux, l'extension des dépôts en banque, les importations de marchandises. Le retard entre chacune des modifications est d'une année environ. Il tient pour les dépôts en banque au délai qui s'écoule entre l'annonce de chaque emprunt et sa réalisation ; pour les changements de la balance commerciale à la nécessité de la réadaptation des prix, laquelle ne peut se faire instantanément.

En millions de dollars

Années	Excédent des importations de capitaux	Moyenne annuelle des dépôts en banque	Excédent des importations de marchandises
1900	— 2	348	4
1901	— 13	375	— 12
1902	11	417	— 3
1903	3	454	38
1904	— 49	502	59
1905	15	558	40
1906	7	638	62
1907	— 67	671	122
1908	2	674	45
1909	58	800	73
1910	89	824	154
1911	8	1008	232
1912	— 112	1133	275
1913	123	1139	223

Le tableau ci-dessus (1) donne pour chaque année le montant de l'excédent des importations de capitaux

(1) The Internally Debts and the United States, p. 149.

(sur les importations de marchandises et autres), des dépôts en banque, de l'excédent des importations de marchandises (sur les exportations).

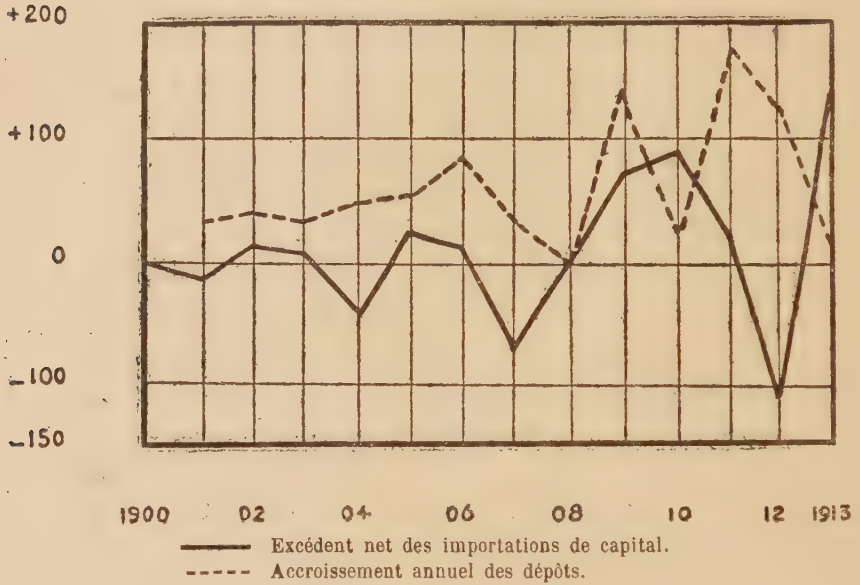
Les deux graphiques suivants montreront de façon plus nette encore la corrélation qui existe entre ces différents postes ; ils sont extraits de la publication déjà citée de la National Industrial Conference Board : *The Interally Debts and the United States*. On constate très bien le retard signalé entre chacun des mouvements. Pour les dépôts en banque, on a pris non plus leur moyenne annuelle, mais l'augmentation d'une année sur l'autre ; il y a toujours augmentation parce que l'activité économique du Canada va se développant, mais elle est plus ou moins marquée suivant le volume des emprunts extérieurs contractés.

Moins significatif en apparence, mais tout à fait analogue en réalité est l'exemple des emprunts contractés, puis remboursés par les Etats-Unis dans la période 1860-1878. Chaque année est caractérisée par un décalage marqué entre les mouvements nets de capital, et les mouvements des moyens de paiements définitifs : ces décalages sont corrigés par les fluctuations des dépôts en banque. C'est ce que montre le graphique n° 4 (1). Comme le fait remarquer le professeur Angell, le parallélisme des deux courbes, mouvements de capitaux, et dépôts en banque, est surtout frappant durant la période d'emprunt, jusqu'en 1874, avec, comme dans le cas du

(1) Les courbes ne commencent qu'en 1866, parce qu'il n'existe pas pour la période antérieure de statistiques complètes. *Op. cit.*, p. 163 et 165.

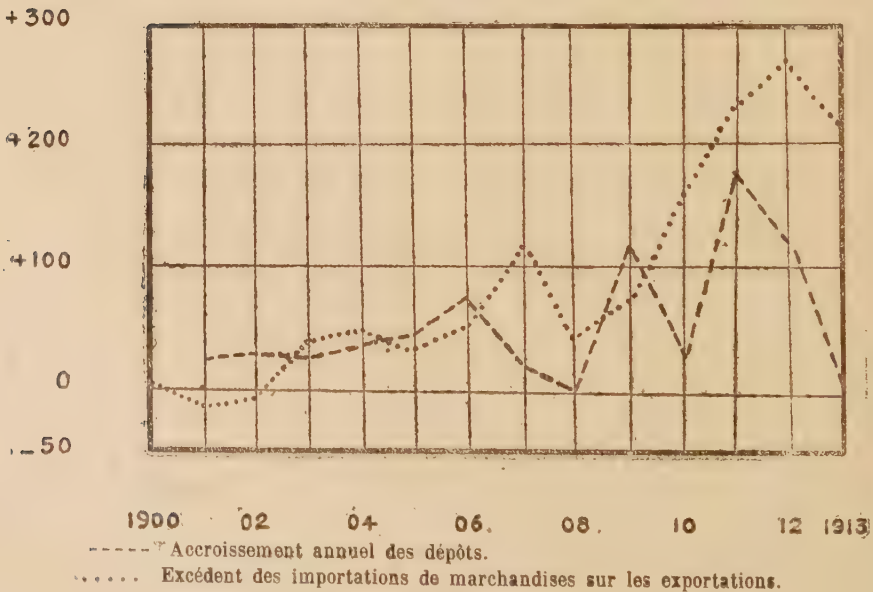
GRAPHIQUE N° 2

Importations nettes de capital et dépôts en banque au Canada
de 1900 à 1913



GRAPHIQUE N° 3

Dépôts en banque et balance commerciale



Canada, un retard des seconds d'une année environ. Ensuite la courbe des dépôts, qui devrait baisser, se maintient à un niveau à peu près constant : mais cela tient à la prospérité économique qui a suivi la crise de 1873 ; en fait il y a une diminution relative.

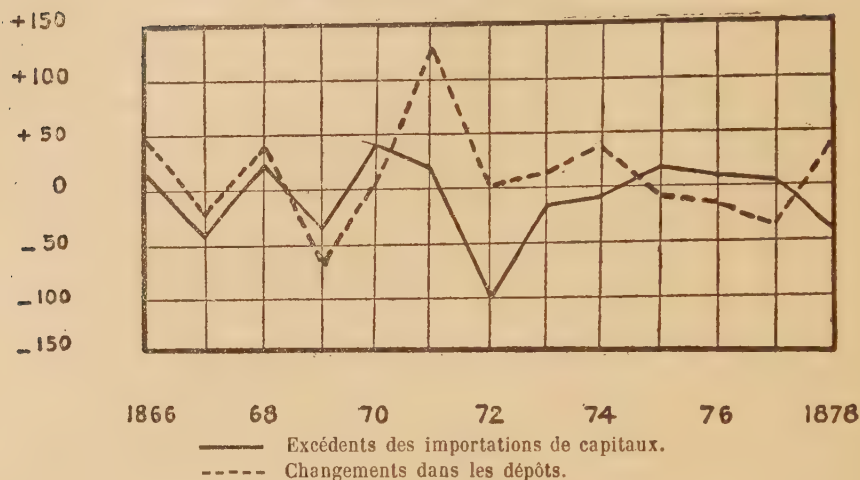
C'est ce qui explique également que, dans le graphique n° 5, la concordance des mouvements des dépôts en banque et de la balance commerciale soit moindre après 1874-1875. Jusque-là et conformément à ce que l'on pouvait prévoir, les changements dans le volume des dépôts précèdent ceux de la balance, leur argumentation escomptant une augmentation des importations. C'est, nous l'avons vu, non seulement une corrélation, mais une relation de cause à effet. Ensuite, et pour les raisons indiquées, les importations font place à de larges excédents d'exportations sans que le volume des dépôts change beaucoup.

L'étude de l'évolution du volume des dépôts en banque dans un pays où afflue, ou dont sort un volume important de capitaux conduit donc à modifier le tableau que nous avons donné à la fin du premier paragraphe de ce chapitre. On constate encore une fois que le rôle de l'or est bien amoindri et que les formes nouvelles du crédit ont conduit à le remplacer dans son rôle d'agent générateur des réactions nécessaires à la réalisation des transferts.

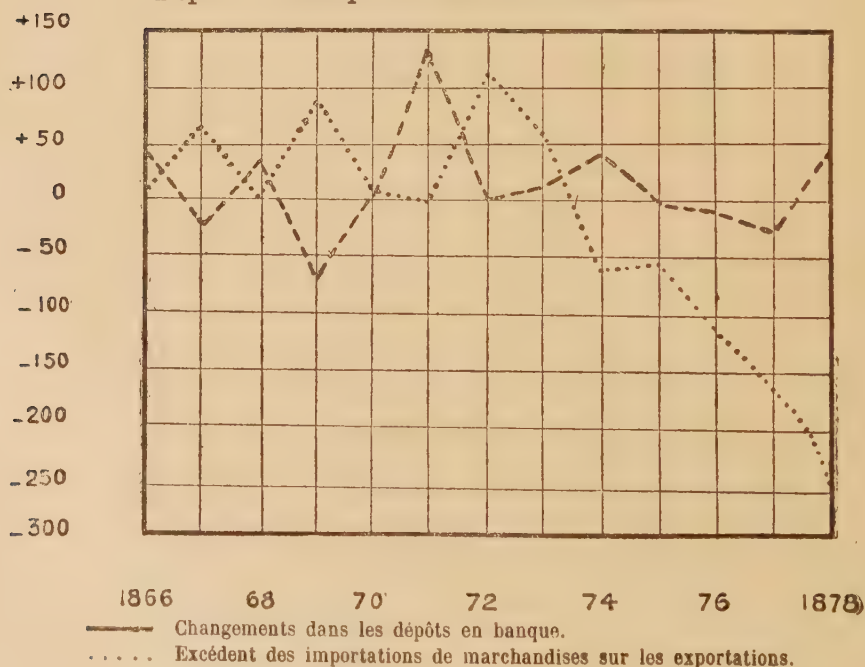
Dans un pays créancier, la suite des événements serait :

1° Accroissement du volume des paiements à recevoir. Excès des importations de capital sur les moyens de paiement définitifs.

GRAPHIQUE N° 4
Mouvements de capitaux et dépôts en banque
Etats-Unis 1866-1878



GRAPHIQUE N° 5
Dépôts en banque et balance commerciale



2^o Augmentation des dépôts en banque. Hausse des prix.

3^o Excès accru des importations de marchandises sur les exportations. Transfert final des capitaux sous forme de marchandises.

Dans le pays débiteur, il y aurait diminution des dépôts, baisse des prix, accroissement des exportations.

*
* *

Tout ce qui a été dit jusqu'à présent concernant les transferts internationaux de capitaux a amené à conclure qu'un mouvement quelconque de fonds d'un pays vers un autre est précédé ou accompagné d'un déplacement de marchandises d'une valeur égale. Autrement dit, tantôt la marchandise sert de véhicule au capital, tantôt, et c'est le cas le plus fréquent, la marchandise suit le capital. Cette règle est-elle vraiment absolument générale, et n'existe-t-il pas des cas où les capitaux se déplacent seuls ?

La théorie de l'équilibre automatique de la balance des comptes, exposée jusqu'ici, admet bien que des capitaux puissent circuler temporairement sans un substratum de marchandises pour les représenter. Mais dans un délai assez court ces opérations doivent se dénouer pour faire place à des transferts matériels. Or ces dernières années, après les bouleversements monétaires auxquels la plupart des pays ont été soumis, et comme suite au régime presque partout établi du « gold exchange standard », de gros capitaux semblent avoir été introduits,

utilisés à l'intérieur, insérés en quelque sorte dans l'économie du pays emprunteur, sans que la balance commerciale de ce dernier ait été affectée d'un surplus d'importation correspondant (1).

Prenons le cas de la France, qui paraît le plus probant. Depuis décembre 1926, la Banque de France achetait à un taux fixe toutes les livres sterling et tous les dollars qui lui étaient apportés. Elle payait les vendeurs soit en billets de banque, soit en crédits, c'est-à-dire qu'il y avait augmentation de la circulation monétaire ou des dépôts. Il y eût de ce chef d'énormes importations de capitaux, qui se chiffraient par dizaine de milliards. C'étaient soit des capitaux français provenant des excédents d'exportations de la période précédente, et que leurs possesseurs rapatriaient après la stabilisation légale ; soit des capitaux étrangers dont les propriétaires voulaient spéculer à la hausse du franc ou à la hausse des valeurs mobilières.

Logiquement, dit M. Aftalion, il aurait dû y avoir les mouvements successifs suivants :

- 1^o Importation de devises ;
- 2^o Inflation de billets ou de dépôts ;
- 3^o Hausse des prix ;
- 4^o Importation de marchandises qui absorbera le stock de devises possédées.

Or il y a bien eu inflation de billets, puisque la circulation s'est accrue en 1927-1928 de 11 milliards environ,

(1) Voir deux articles de M. AFTALION dans l'*Information Financière* des 26 et 27 mars 1929 sur « Les mouvements internationaux de capitaux et les transferts ».

mais les prix sont restés à peu près stables, et l'excédent d'importations apparu a été très faible et semble dû d'ailleurs à la disparition progressive de la crise économique consécutive à la stabilisation de fait.

C'est que, au lieu de recevoir les emplois classiques que l'on concevait autrefois pour des capitaux importés : achat de marchandises étrangères, acquisition d'or, achat de valeurs mobilières ou de biens immobiliers au dehors, paiement de dettes extérieures, ces devises ont reçu une affectation nouvelle : elles ont été thésaurisées par l'Institut d'émission. Cette thésaurisation consiste à placer les fonds dans des placements à court terme sur les marchés étrangers, de façon que le transfert de capitaux se fasse uniquement en devises, pour une période qui peut être indéterminée.

M. Aftalion voit ici une confirmation de sa théorie du revenu, d'après laquelle les mouvements de prix sont commandés par les mouvements de l'ensemble des revenus individuels. Si en effet les devises ainsi thésaurisées par la Banque de France, et à l'acquisition desquelles correspondait une inflation incontestable, n'ont pas eu d'action sur les indices et sur la situation de la balance commerciale, c'est parce qu'elles ne se sont pas incorporées dans le revenu national. Elles représentent du capital, et non du revenu : par conséquent elles n'ont pas d'action sur le niveau des prix.

Sans discuter les diverses théories de la valeur et de la monnaie, on peut observer néanmoins que ce qui frappe ici, ce n'est pas le manque d'adaptation de la balance commerciale et de la balance des comptes, mais plutôt la

lenteur de cette adaptation. Pendant un temps relativement long, comme on l'a noté, les opérations effectuées n'ont pas eu les effets prévus, pas plus que les devises acquises n'ont connu les emplois que l'on pouvait escompter qu'elles recevraient. Puis peu à peu les dirigeants de la Banque de France ont employé leurs réserves de change à augmenter leur encaisse métallique : depuis la stabilisation légale (juin 1928) jusqu'au milieu de 1929 le stock d'or s'est accru de près de 9 milliards. Progressivement aussi les prix s'élevaient, et l'on voyait le déficit de la balance commerciale passer de 2 milliards environ pour l'année 1928 à plus de 4 milliards pour les premiers mois de 1929.

Cependant une grande partie du portefeuille étranger de l'Institut d'émission demeure à son bilan et cette permanence ne laisse pas d'être troublante. Peut-être les devises se résorberont-elles peu à peu, comme elles ont commencé de le faire, et leur place sera-t-elle prise par des importations d'or ou de marchandises. Mais les réactions qui paraissent devoir se produire mathématiquement auront été bien longues à se déclancher. L'automatisme du retour à l'équilibre de la balance des comptes serait-il une illusion ?

Il paraît difficile de conclure de cet exemple, et de celui, analogue quoique moins caractéristique, de l'Allemagne depuis la stabilisation du mark, à l'inefficacité des explications de la théorie automatique. On pourrait plutôt dire qu'elle est moins absolue, moins mécanique que ne le voudraient ses partisans. Il y entre une certaine part de relativité. Elle exprime moins une vérité

scientifique et indiscutable qu'une tendance, tendance à l'apparition de disparités dans les prix des divers pays, tendance au rajustement de la balance commerciale d'après les nécessités de la balance des paiements.

Cette tendance, depuis que Ricardo a, le premier, parlé de l'automatisme des transferts, semble se manifester avec un retard toujours accru. Autrefois, le rétablissement de l'équilibre se faisait souvent presque immédiatement, grâce à l'efficacité des répercussions des mouvements d'or (1). Puis, à mesure que le métal jouait un rôle moins important dans les transactions internationales, le rétablissement était moins rapide ; les changements dans le taux de l'escompte, l'affluence ou la sortie des capitaux à court terme, les fluctuations des dépôts en banque ne laissaient pas de retarder les transferts finaux ; nous avons vu que dans le cas du Canada, les importations de marchandises suivaient à près de deux années de distance les importations de capitaux (écart d'un an entre les entrées de capitaux et les changements dans les dépôts en banque, et d'un an encore entre ces derniers et l'augmentation des achats à l'étranger). Enfin dans l'Europe d'après-guerre, on voit des acquisitions d'un volume sans précédent de créances extérieures demeurer des années non seulement sans répercussions très sensibles sur le solde de la balance commerciale, mais encore sans conséquences très nettes sur la situation monétaire intérieure et le niveau général des prix.

(1) Cf. la rapidité avec laquelle s'est ajustée la balance commerciale française après la guerre de 1870-1871 et le paiement de l'indemnité.

Avec le développement incessant de toutes les formes du crédit, n'y a-t-il pas une tendance des opérations internationales à se rapprocher de plus en plus de celles qui sont effectuées dans le cadre national ? Les conditions des transactions sur le marché mondial ne sont-elles pas de plus en plus semblables à celles que l'on rencontre sur le marché d'un Etat quelconque ? C'est ce qui semble résulter des considérations précédentes.

Dans un pays considéré, on a vu (1) que toutes les transactions commerciales ou financières aboutissent à des échanges de marchandises ou de services. Seulement le dénouement de ces transactions est plus ou moins rapide, et peut même être retardé presque indéfiniment par la thésaurisation ou le placement. Les transactions internationales de même se résolvent en principe en de simples échanges matériels. Mais dans un état plus avancé du progrès économique, on peut concevoir que cette solution soit reculée pendant un certain temps, et qu'il intervienne entre temps des opérations de thésaurisation ou de placement. C'est ce que l'on peut vérifier par l'exemple du marché français pendant ces dernières années.

Voilà qui serait de nature à modifier grandement le problème des transferts. L'épargne directe des moyens de paiement extérieurs serait possible ; on n'aurait pas besoin de recourir à des exportations préalables de marchandises, comme font aujourd'hui, par exemple, les pays qui se constituent un portefeuille de valeurs mobi-

(1) Se reporter au chap. I, p. 5 et suivantes.

lières étrangères. Si le gouvernement français avait décidé en août 1929 de se libérer de la dette des stocks américains en utilisant une partie des devises de la Banque, la liquidation progressive de ces réserves aurait été arrêtée dans toute la mesure du paiement effectué, et les opérations des années 1927-1928 n'auraient pas été autre chose qu'une mise en réserve de pouvoir d'achat extérieur.

Cependant il ne faut pas perdre de vue que de telles hypothèses constituent encore l'exception. Même se réaliseraient-elles, elles n'empêcheraient pas que le seul moyen d'acquitter une dette ou de recevoir une créance extérieure, c'est encore d'envoyer ou de recevoir des marchandises. Tout au plus permettent-elles de conclure que le mécanisme des rajustements de la balance des comptes n'est pas toujours aussi automatique qu'on l'a cru jusque-là, et que les réactions nécessaires peuvent se produire à plus ou moins longue échéance.

CHAPITRE VI

Les transferts sous un régime de papier-monnaie inconvertible

Les transferts de capitaux se faisaient avant la guerre de 1914-1918 presque toujours entre des pays dont la monnaie était stable et convertible contre l'or. Aujourd'hui, la plupart des Etats sont revenus à un régime monétaire sain, et si l'or ne circule plus guère, même pour les paiements au dehors, du moins les transferts se font-ils normalement. Tout le problème, tel qu'il est posé à propos des Réparations allemandes, revient même à se demander simplement si des annuités considérables peuvent être versées sans danger pour la devise du pays débiteur : on n'envisage la question que sous l'angle d'une monnaie assimilable à l'or, et l'on a vu quelles réserves on pouvait apporter dans cette hypothèse au mécanisme et à la possibilité des transferts.

Mais, plusieurs fois, au cours du ^{xix}^e siècle, et d'une façon à peu près générale dans les années qui ont suivi les hostilités, des versements importants ont dû être effectués d'un pays à un autre, alors que l'un d'eux se trouvait être au régime du cours forcé, avec une monnaie dépréciée, ou que tous les deux avaient abandonné l'étalon or, la devise de l'une étant cependant plus dépréciée encore que celle de l'autre. Les problèmes qui se posent alors sont les mêmes que précédemment : il faut que

l'équilibre de la balance des comptes se rétablisse, et pour cela que des envois de produits succèdent à des envois de capitaux. Mais leur solution est nécessairement différente, de même que les limites à la réalisation des transferts ne sont pas déterminées par les mêmes conditions.

* * *

Dans un système de cours forcé, indépendamment de la situation de la balance des comptes, deux facteurs peuvent contribuer à déprécier la monnaie, un facteur quantitatif et un facteur qualitatif : le volume des émissions fiduciaires, et les influences psychologiques et spéculatives. A l'origine, on trouve toujours les nécessités budgétaires qui ont obligé, pour faire face à l'accroissement des dépenses publiques, à recourir à la planche à billets. Ensuite les prévisions des détenteurs de devises nationales et de devises étrangères restées saines peuvent, à leur tour, agir sur les cours des changes et provoquer des hausses ou des baisses.

Supposons que sous un pareil régime apparaissent à un moment, dans la balance des comptes du pays, de nouveaux éléments de passif qui vont rendre indispensables des transferts supplémentaires. Comme les cours de la monnaie ne sont plus, par hypothèses, limités par les points d'or, il va se produire une dépréciation nouvelle qui semble devoir rendre plus onéreux encore les versements à faire. En réalité, c'est cette dépréciation même qui va permettre, par un mécanisme que M. Rueff (1)

(1) Théorie des phénomènes monétaires.

a fort ingénieusement appelé le mécanisme des « points de marchandises », la liquidation de la dette envisagée.

De quoi s'agit-il en effet ? Il faut, par un moyen ou par un autre, qu'aux exportations de capitaux succèdent des exportations de marchandises, et pour cela que les prix chez le débiteur soient généralement plus bas que ceux qui ont cours dans le pays créancier. Or, la baisse en chiffres absolus est impossible ; il y a même une augmentation constante, consécutive à la hausse des changes étrangers. A sa place on aura une baisse relative, en ce sens que les prix, tout en haussant en monnaie dépréciée, deviendront pourtant moins élevés exprimés en or et par comparaison avec les prix mondiaux.

Le cours de la devise nationale baissant (1), les prix ont une tendance à croître de façon à se rapprocher de la valeur qu'ils avaient antérieurement, étant entendu que cette valeur initiale, comme la valeur vers laquelle ils tendent maintenant, n'est pas forcément la parité complète avec les prix des autres pays : c'est simplement une certaine relation par rapport à ces prix. Or, par l'effet d'une sorte de loi d'inertie, les mouvements des prix sont moins rapides que ceux du change, en telle sorte qu'un écart apparaît entre la valeur or antérieure et la valeur or actuelle des prix, cette dernière étant plus basse. Ce retard à la hausse va remplacer la baisse qui se produisait quand il y avait convertibilité de la monnaie contre l'or.

(1) On n'examine pas ici le cas où la hausse des prix précède la hausse des changes, car alors la cause de la dépréciation n'est pas le déficit de la balance des comptes. On ne cherche pas non plus la raison pour laquelle les mouvements des prix suivent les mouvements du change.

En somme, il y a de la même façon barrière aux importations et stimulant aux exportations. D'une part les prix de vente des produits importés subissent immédiatement l'augmentation correspondante à la chute de la devise : elles se font beaucoup plus onéreuses et sont entravées. D'autre part, les prix intérieurs devenant relativement plus bas, les acquisitions à l'intérieur deviennent plus avantageuses pour les acheteurs étrangers : elles augmentent et la balance commerciale présente un excédent qui s'accroît jusqu'à complet retour à l'équilibre des paiements. C'est la dépréciation monétaire elle-même qui entraîne la disparition du déficit qui l'a provoquée. Une fois que celui-ci aura été comblé, l'équivalence des offres et des demandes des diverses devises se trouvera réalisée, et il n'y aura plus de raisons pour que se produisent de nouvelles fluctuations monétaires, tout au moins plus de raisons de cet ordre (1).

Inversement il peut se faire que ce soit le pays créancier qui se trouve au régime du cours forcé. On assistera alors aux phénomènes contraires. Les changes étrangers baisseront, c'est-à-dire que la devise papier verra sa valeur or augmenter. Comme les prix intérieurs mettront plus de temps à baisser, c'est-à-dire à recouvrer leur parité ancienne, les produits importés deviendront relativement bon marché et leur volume se fera plus grand, tan-

(1) L'influence des variations du taux de l'escompte est bien moindre ici que dans un système monétaire sain. L'attraction exercée sur les capitaux flottants par l'espoir d'une rémunération plus avantageuse est en effet contrebalancée par la crainte d'une dépréciation ultérieure de la devise : cette dépréciation provoquerait une perte de capital qui serait loin de compenser le supplément d'intérêt attendu.

dis que les exportations diminueront. Encore une fois la balance commerciale s'ajustera.

Enfin il peut se faire que les deux pays envisagés à la fois soient au régime du cours forcé. Ce sont alors leurs dépréciations respectives par rapport à l'or ou aux monnaies-or qui provoqueront les disparités nécessaires dans les prix intérieurs de chacun d'eux. La devise de la nation débitrice se dépréciera et ses prix baisseront, et parallèlement la devise du créancier s'appréciera, pendant que ses prix monteront. Les mouvements de marchandises seront dans le sens précédemment indiqué.

Dans son étude déjà citée à propos des fluctuations des dépôts en banque, le professeur Graham (1) examine comment on a procédé aux transferts des emprunts contractés par les Etats-Unis en Angleterre après la guerre de Sécession et qui ont permis la reconstruction économique du pays. Il donne à ce propos un tableau des réactions qui se produisent pour permettre ces mouvements de capitaux, tableau qui montre d'un côté ce qui se passe entre deux nations à étalon or, de l'autre ce qui se passe entre deux nations dont l'une est au régime du papier-monnaie inconvertible. Ce résumé est reproduit ci-dessous, et donne une image assez exacte de la réalité, restriction faite des réserves énoncées au chapitre V pour le premier cas, et de celles qui seront apportées bientôt pour le second.

(1) FRANK D. GRAHAM, *International trade under depreciated paper*, *Quarterley. Journal of Economics*, février 1922.

Les deux pays
sont à l'étalon d'or

Les Etats-Unis sont au régime
du papier monnaie inconvertible

1. Le change du sterling tombe à New-York ; le change de New-York monte à Londres.

2. Afflux d'or aux Etats-Unis en provenance de Grande-Bretagne.

3. L'ensemble des prix monte en Amérique, tandis qu'il baisse en Grande-Bretagne.

4. Les exportations décroissent, les importations augmentent.

5. L'équilibre est restauré : l'ensemble des prix est plus élevé (en admettant que l'importation d'or a été proportionnellement plus grande que l'augmentation consécutive des importations de marchandises).

6. Les taux de l'argent sont plus élevés, les prix

1. Le change du sterling baisse à New-York ; le change de New-York monte à Londres.

2. Le prix de l'or (en termes de monnaie des Etats-Unis) baisse par comparaison avec le niveau général des prix.

3. Hausse des prix des exportations ; les importations sont obtenues à meilleur compte (en monnaie des Etats-Unis).

4. Les exportations décroissent, les importations augmentent.

5. L'équilibre est restauré (avec le change à un nouveau niveau). L'ensemble des prix est plus bas (s'il n'y a pas eu de nouvelles émissions de papier-monnaie).

6. Les taux de l'argent sont les mêmes ; l'ensemble

des produits importés plus bas. Les habitants des Etats-Unis gagnent comme acheteurs de produits importés. Le commerce international s'est retourné en leur faveur.	des prix est plus bas. Les habitants des Etats-Unis gagnent comme acheteurs à la fois de produits importés et de produits domestiques. Le commerce international s'est retourné en leur faveur.
--	--

*
* *

Le travail du professeur Graham (1) lui permet de contrôler les résultats de ses déductions théoriques. Le tableau (2) (page suivante) qu'il donne de la balance des paiements internationaux des Etats-Unis de 1860 à 1878 est analogue à celui donné précédemment dans le cas de pays à monnaie stable, pour le Canada et la France. La période envisagée peut être divisée en deux parties : de 1860 à 1874 une période d'emprunt, et de 1874 à 1878 une période de remboursements. La première est caractérisée par de fortes importations de marchandises et de services (prêts) consécutives aux importations de capital, la seconde par des excédents d'exportation qui permettent de payer les intérêts et de faire les amortissements.

Plus intéressant est le second tableau (page 102), qui montre les fluctuations des prix et des salaires aux Etats-Unis. La dépréciation de la monnaie américaine apparaît

(1) Ce travail se trouve résumé dans l'ouvrage déjà souvent employé : *The Internally Debts and the United States*.

(2) *Op. cit.*, p. 155 et 159.

Balance des paiements des Etats-Unis (1866-1878)
En millions de dollars

Années	CRÉDITS			DÉBITS			BALANCES NETTES	
	Exportations de marchandises et prêts à recevoir	Emprunts nouveaux	Total des crédits	Importations de marchandises et prêts à payer	Paiements d'intérêts et remboursements	Total des débits	Balance du commerce et des prêts	Mouvements nets de capitaux
1860	428	15	443	375	18	394	+ 53	+ 3
1861	267	40	277	349	18	367	- 82	+ 8
1862	240	0	240	217	15	257	+ 23	+ 40
1863	278	0	287	267	12	304	+ 44	+ 37
1864	271	80	363	355	15	369	- 84	+ 65
1865	241	75	321	266	24	290	- 25	- 51
1866	450	70	520	478	30	508	- 28	- 40
1867	368	74	442	448	36	484	- 80	- 38
1868	389	76	465	398	42	437	- 8	- 34
1869	354	130	484	467	59	527	- 113	- 71
1870	469	145	612	493	76	570	- 24	- 69
1871	559	116	675	577	83	664	- 18	- 33
1872	539	127	667	685	87	772	- 146	- 40
1873	622	147	770	711	81	792	- 89	- 66
1860-73	5,475	1,865	6,570	6,085	646	6,732	- 610	- 419
1874	669	54	720	637	60	696	+ 32	+ 9
1875	620	20	640	592	63	655	+ 28	+ 43
1876	612	0	612	509	110	619	+ 103	+ 110
1877	674	0	674	525	155	680	+ 149	+ 155
1878	745	0	745	506	195	701	+ 239	+ 195
1874-78	3,310	71	3,391	2,769	583	3,351	+ 650	+ 512

dans la troisième colonne (prix de l'or en greenbacks). On voit qu'elle a eu tendance à se réduire peu à peu, tendance d'ailleurs dont la cause se trouve non seulement dans le solde actif élevé de la balance des comptes, mais aussi dans les efforts faits par le gouvernement pour améliorer la situation financière du pays. Compte tenu de cette dévaluation, l'indice général des prix s'est élevé par rapport à l'indice des prix anglais pendant la première période ; ensuite les deux indices se sont rapprochés et sont devenus sensiblement équivalents.

Les indices des groupes de prix américains relèvent la même hiérarchie que celle déjà notée au Canada et qui caractérise les pays importateurs de capitaux (dans un ordre croissant : prix des importations, prix domestiques, prix des exportations). Ensuite les cours des produits importés deviennent supérieurs à ceux des deux autres catégories.

Les statistiques américaines fournissent une donnée qui manquait dans les exemples précédents et qui corrobore les mouvements des prix qui viennent d'être indiqués. Ce sont les indices des salaires. Pendant la période des importations de capitaux, les deux groupes de salaires, ceux des industries domestiques et ceux des industries dites internationales s'élèvent, mais les premiers davantage que les seconds, lesquels entrent directement ou indirectement en compétition avec les industries étrangères. Ceci montre une prospérité croissante des entreprises domestiques et une dépression relative dans les entreprises exportatrices. Au contraire, pendant la période des exportations de capitaux, les deux classes

Indice des prix et des salaires aux Etats-Unis (1866-1878)

(Base 1860 = 100)

PRIX GÉNÉRAUX				GROUPES DE PRIX AMÉRICAINS			SALAIRES AMÉRICAINS	
Années	Prix de toutes les marchandises	Prix anglais	Prix de l'or en greenbacks	Prix domestiques	Prix des produits exportés	Prix des produits importés	Salaires dans les industries domestiques	Salaires dans les industries internationales
1866	191	107	144	182	181	175	165	150
1867	174	104	138	173	165	163	171	151
1868	170	103	140	173	167	161	174	151
1869	161	102	133	164	162	161	180	152
1870	147	100	115	146	144	153	181	154
1871	140	103	112	144	134	138	182	152
1872	142	113	112	147	137	136	183	154
1873	142	117	114	146	134	132	182	153
1874	139	107	111	139	140	124	177	151
1875	132	100	115	130	135	119	168	148
1876	120	98	112	116	123	113	160	144
1877	116	97	105	110	118	120	147	141
1878	103	91	101	99	100	108	142	137

de salaires s'abaissent, mais les salaires domestiques plus rapidement que les salaires du second groupe : les industries exportatrices jouissent d'une prospérité nouvelle.

Il est inutile d'examiner à nouveau le mécanisme grâce auquel ces résultats ont été obtenus. Le facteur initial a été la hausse ou la baisse du cours des changes, la raison profonde des modifications du pouvoir d'achat à l'intérieur du pays importateur ou exportateur, modifications qui se sont manifestées techniquement par les fluctuations déjà indiquées dans le volume des dépôts en banque (1).

* * *

La dépréciation du dollar après la guerre de Sécession n'a jamais été extrêmement considérable, puisqu'elle n'a pas dépassé 50 0/0 de sa valeur or. Les événements consécutifs à la dernière guerre ont permis de vérifier qu'avec une dépréciation beaucoup plus accentuée et des paiements extérieurs à faire d'un tout autre ordre de grandeur, le rétablissement de la situation, après les transferts, se faisait dans des conditions semblables.

La remise en équilibre de la balance des comptes de la France, de 1919 à 1922, après la cessation des crédits anglais et américains qui avaient permis de maintenir au cours des hostilités le change au pair, se présente dans des conditions très défavorables. Pourtant, comme l'a montré M. Rueff dans sa brochure déjà citée (2), elle s'est

(1) Voir ci-dessus pages 81 et suivantes.

(2) J. RUEFF, *Une erreur économique, l'organisation des transferts*, p. 12 et suiv.

faite avec une très grande rapidité par le jeu des mêmes réactions.

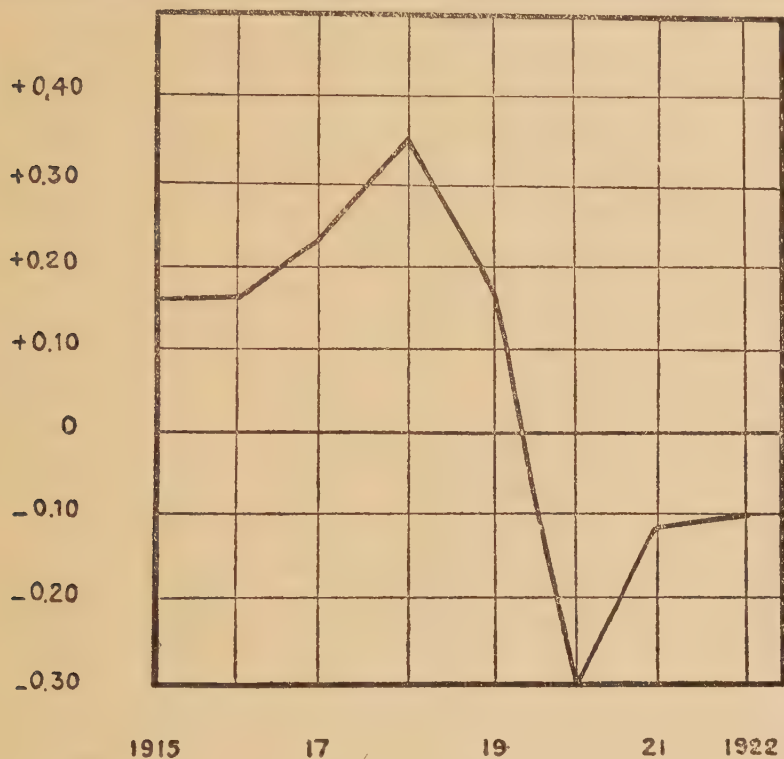
M. Rueff a calculé, pour la période 1915-1922, la différence entre les prix français d'une part, et les prix étrangers (d'un certain nombre de pays) évalués en francs, d'autre part. Le résultat de ses calculs est représenté dans le diagramme ci-contre, en même temps que l'évolution, durant les mêmes années, de la balance commerciale française (excédent des importations sur les exportations).

Jusqu'au début de 1919, la balance des paiements est en équilibre, malgré les lourds déficits que font naître les échanges commerciaux, grâce aux crédits ouverts par nos alliés anglais et américains. Il n'y a pas de raison pour que le franc baisse, puisque les demandes de devises étrangères sont constamment satisfaites. Les prix intérieurs s'élèvent par rapport aux prix du marché international, répercussion naturelle des difficultés économiques et financières où se débat la France. Bien loin d'être entravés, les achats au dehors sont au contraire stimulés.

Quand cessent les crédits américains, le déficit de la balance commerciale fait aussitôt sentir ses effets. La balance des comptes est lourdement passive : le cours du franc inconvertible baisse rapidement. Mais dès cet instant aussi la différence qui existait entre les prix français et les prix étrangers commence à diminuer ; elle finit par disparaître et se trouver remplacée par une différence inverse. Les exportations se trouvent encouragées, le déficit de la balance commerciale décroît rapidement, la balance des comptes, dès 1921 ou 1922, est

GRAPHIQUE N° 6

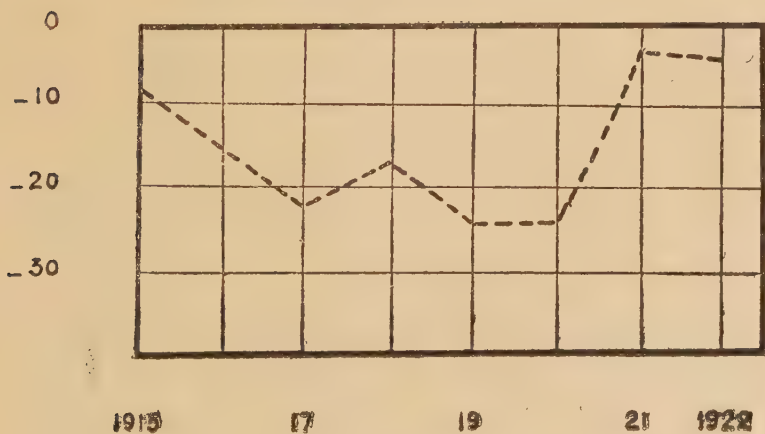
Différence entre le niveau des prix français
et le niveau des prix étrangers évalués en francs (1915-1922)



GRAPHIQUE N° 7

Déficit annuel de la balance commerciale (1915-1922)

Milliards de francs



retournée en faveur de la France (grâce aux exportations dites invisibles, dépenses des touristes étrangers, etc.). Non seulement la situation est ainsi rétablie, mais le remboursement des crédits privés accumulés pendant la période précédente devient possible : la dépréciation du change, par ses conséquences indirectes sur les niveaux respectifs des prix en France et dans les autres pays, a permis les transferts qui s'avéraient nécessaires.

* * *

Il ne faudrait, néanmoins, pas aller trop loin dans l'affirmation de l'automatisme du retour à l'équilibre. « La nature de ce mécanisme (des transferts), écrit « M. Rueff (1), explique qu'il ait réussi à rétablir l'équilibre dans les conditions les plus défavorables qu'on ait « pu imaginer. Il ne peut pas, en effet, ne pas être irrésistible, puisque la diminution de la différence entre le « niveau des prix français et le niveau des prix étrangers « évalués en francs se prolonge autant que la cause qui la « provoque n'a pas entièrement disparue, autrement dit « autant que persiste le déficit de la balance des comptes. « Ceci permet de comprendre que rien ne puisse s'opposer au rétablissement ou au maintien de l'équilibre de « la balance des comptes, pas même les droits de douane « les plus élevés ». N'est-ce pas là méconnaître l'influence de certains facteurs qui ont pu, dans certains cas, aller à l'encontre des résultats auxquels on aurait dû, logiquement, s'attendre ?

(1) *Op. cit.*, p. 15 et 16,

En effet, d'autres facteurs que la situation de la balance des paiements peuvent agir sur les cours des changes, facteurs budgétaires et facteurs psychologiques. Or ces derniers ont un rôle prépondérant dans les périodes troublées. Même en supposant que l'équilibre de la balance des paiements ait été rétablie grâce aux disparités de prix, si la défiance dans l'avenir de la monnaie nationale apparaît, la dépréciation du change ne s'arrête pas ; elle se précipite au contraire. Les exportations peuvent bien être de plus en plus favorisées, elles n'empêcheront pas l'effondrement de la devise ; les détenteurs de créances étrangères (en fait les exportateurs) ne voudront pas s'en séparer et les laisseront au dehors. La balance sera virtuellement équilibrée, mais ne le sera pas en fait, puisque les offres de devises seront bien moindres que les demandes. Le transfert des paiements à effectuer au dehors deviendra irréalisable.

Mais il y a davantage. L'influence des éléments psychologiques peut être telle qu'elle provoque non seulement une hausse illimitée des changes, mais une augmentation parallèle des prix intérieurs. Devant la chute accélérée de la monnaie, les producteurs, instruits par les expériences des années précédentes, voudront se prémunir contre la dépréciation certaine de leurs avoirs en majorant à l'avance leurs prix de vente. Ceux-ci, loin de suivre le mouvement des changes, auront des fluctuations concomitantes, ou même le précéderont. Aux prévisions des vendeurs s'ajouteront celles de tous les détenteurs de monnaie nationale en général, lesquels voudront s'en débarrasser au plus vite pour se procurer à la place des

biens réels, à valeur constante : cette véritable course aux marchandises sera un nouveau facteur de hausse des prix.

Dès le moment où disparaît le décalage existant précédemment entre les prix intérieurs et les prix étrangers, il n'y a plus de raison pour que les exportations demeurent favorisées ; on en viendra à la ruine définitive du système monétaire, et à l'impossibilité absolue (et non plus relative comme dans le premier cas) des transferts.

L'évolution monétaire et économique de l'Allemagne, dans les années qui ont précédé la stabilisation du mark et le plan Dawes, montre que ce ne sont pas là des craintes chimériques. Les exportations allemandes (voir le graphique n° 8 ci-contre (1)) ont été en croissant tant que la dépréciation du mark ne s'est pas révélée exagérément rapide ; jusque vers le milieu de 1922, elles ont été très près des importations, quant au poids, et les ont certainement dépassées quant à la valeur. Lorsqu'ensuite le taux de la dépréciation est devenu de plus en plus accentué, les importations ont été plutôt stimulées, et les ventes ont décliné d'une façon presque continue. C'est ce qui explique qu'à ce moment aucun paiement substantiel n'ait pu être fait pour les Réparations, d'autant plus que les industriels allemands conservaient au dehors les avoirs en devises appréciées qu'ils avaient pu se constituer au temps où les exportations étaient vraiment prospères.

Il convient néanmoins de remarquer que dans un

(1) D'après J. W. ANGELL, *Theory of International Prices*, p. 443.

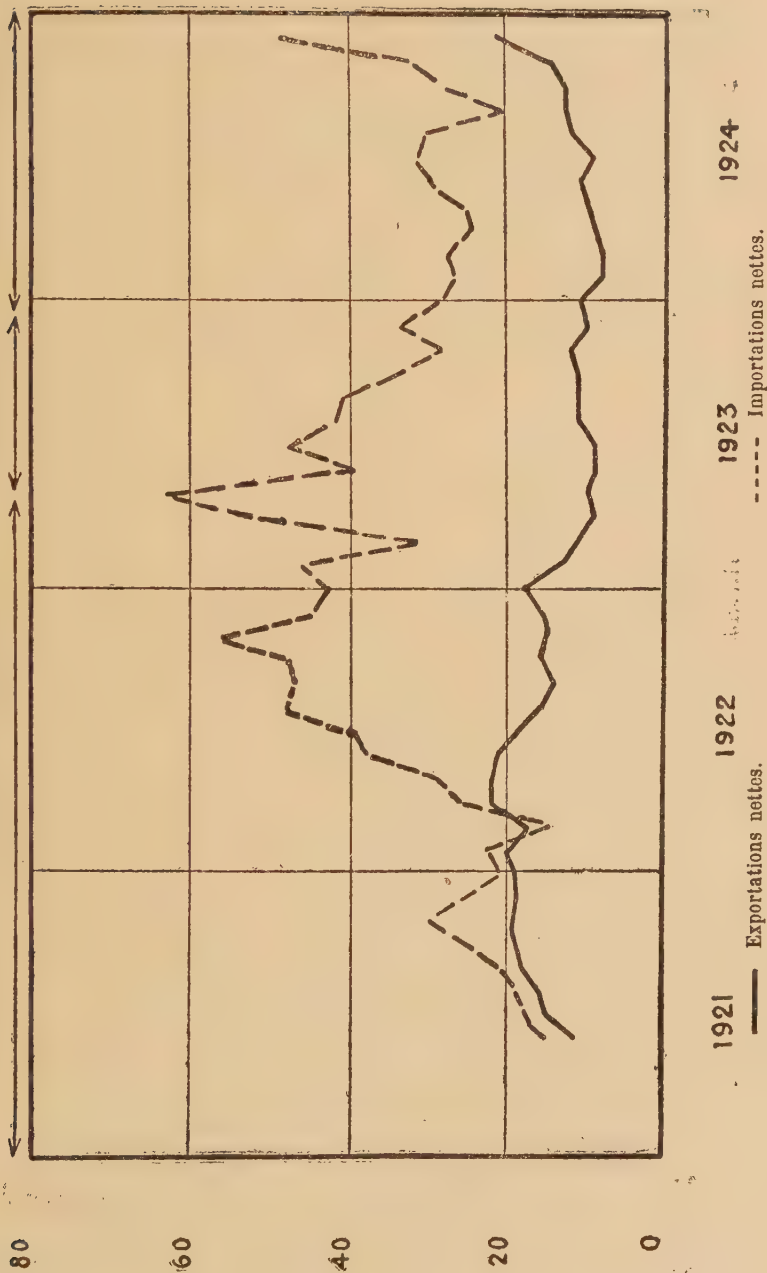
GRAPHIQUE N° 8 Commerce étranger de l'Allemagne (1921-1924)

Centaines de milliers de tonnes

Accroissement marqué du taux de la dépréciation.

Effondrement.

Stabilisation virtuelle.



pareil cas ce ne sont pas les paiements à faire à l'étranger qui, par leur action sur le change, empêchent des transferts ultérieurs. N'y aurait-il eu que ce seul facteur, la dépréciation de la monnaie ne serait pas devenue illimitée. Ce sont d'autres facteurs (dans l'exemple cité c'est la volonté très manifeste du gouvernement allemand de ne pas payer) qui déterminent la crise de confiance.

DEUXIÈME PARTIE

Le Transfert des paiements de réparation

CHAPITRE PREMIER

Théories nouvelles relatives au transfert

Jusqu'aux bouleversements économiques et financiers provoqués par la dernière guerre chez tous les belligérants et même dans les pays neutres, on se préoccupait assez peu de savoir comment en pratique se réglaient les créances et les dettes internationales. Engagements commerciaux et emprunts de toutes sortes se contractaient librement entre ressortissants de nations différentes sans que leur transfert suscitât des difficultés quelconques ou nécessitât l'intervention des pouvoirs publics ; jamais on n'avait à craindre pour la stabilité du change des pays débiteurs et il n'intervenait même pas de mouvements d'or importants.

Depuis une dizaine ou une quinzaine d'années au contraire, l'ampleur des engagements contractés entre les différents Etats du monde a provoqué dans la situation financière et dans la situation monétaire des nations sur lesquelles ils retombaient, une désorganisation

complète. La plupart des Alliés s'étaient lourdement endettés vis-à-vis des Etats-Unis pour se procurer durant le cours des hostilités les approvisionnements, les armes et les munitions que leur production nationale était impuissante à leur fournir en quantités suffisantes. L'Allemagne s'était vu imposer par le traité de Versailles le poids d'une lourde indemnité de guerre, que des accords ultérieurs devaient fixer à la somme de 132 milliards de marks-or. Les autres pays vaincus de même, Hongrie, Bulgarie, devaient participer à la reconstruction des ruines et au paiement des dépenses de leurs adversaires victorieux. Entre ceux-ci enfin, outre les emprunts à l'Amérique, avaient été conclues une série d'opérations de crédit d'un volume moindre, mais cependant considérable. Au total c'était un enchevêtrement extraordinairement complexe de dettes et de créance, dont la liquidation nécessitait des versements qui semblaient dépasser la capacité de pays tous appauvris et parfois complètement ruinés.

A ceux qui proclamaient en conséquence l'impossibilité de ces versements, les faits apportaient un certain nombre de confirmations. La plus éclatante était l'aventure allemande de 1921-1924. Nombre d'économistes anglo-américains en conclurent que le paiement de la dette de réparations était irréalisable, tout au moins dans la mesure où cette dette comportait des paiements substantiels.

* * *

Le premier théoricien qui vit clairement les difficultés que devait faire naître l'existence de pareils engagements politiques fut J. M. Keynes, dont le livre sur « Les conséquences économiques de la paix » a longtemps fait autorité (1). Il admet très bien que l'Allemagne — car c'est surtout de l'Allemagne qu'il s'occupe, ce pays devant en principe couvrir les charges que supportent ses créanciers du fait des dettes interalliées — doive payer en marchandises, et en marchandises seulement, ces produits pouvant d'ailleurs être cédés directement aux Alliés ou livrés aux neutres avec cession ultérieure aux Alliés des crédits ainsi acquis sur ces pays. Mais là où il se sépare de la théorie généralement admise, c'est quand il examine par quels moyens il serait possible d'obtenir le surplus d'exportations indispensables.

Keynes n'admet pas le rajustement automatique de la balance commerciale permettant de rétablir l'équilibre de la balance des comptes. Dans la première partie, nous avons pris pour point de départ l'introduction d'un nouvel élément de passif dans la balance des comptes d'un pays ; la modification de cette dernière précédait celle de la balance commerciale, laquelle était l'élément en quelque sorte plastique. L'économiste anglais n'admet pas cette conception. « Historiquement, écrit-il (2), le « volume des investissements étrangers a tendu à « s'ajuster, au moins dans une certaine mesure, à la

(1) J. M. KEYNES, *Les conséquences économiques de la paix*, traduction française, p. 139-182 ; J. M. KEYNES, *The German transfer problem*, in *The Economic Journal*, mars 1929.

(2) J. M. KEYNES, *The German transfer Problem*, op. cit.

« balance commerciale, plutôt qu'il ne s'est produit
« l'inverse ; cette dernière (la balance commerciale)
« étant le facteur sensible, et le premier le facteur insen-
« sible. On veut ajuster la balance commerciale alle-
« mande aux Réparations. Ceux qui n'y voient aucune
« difficulté appliquent la théorie des liquides à ce qui
« est, sinon un solide, du moins une masse visqueuse avec
« de fortes résistances intérieures ».

C'est la structure économique d'une nation qui détermine à un moment donné, en relation avec la structure économique des nations voisines, le niveau naturel des importations et des exportations : production agricole, ressources minières, développement industriel, habileté de la main-d'œuvre, besoins de la population, volume des capitaux constitués, etc. Il paraît donc malaisé de modifier artificiellement et de façon arbitraire ce niveau naturel de façon à permettre le paiement d'une dette politique. La structure économique des différents pays n'est pas modifiée du fait de l'apparition de cette dette ; comment supposer que le volume des échanges s'adaptera à la situation nouvelle ?

Il ne pourra s'adapter que dans la mesure où l'on pourra raisonnablement modifier les disponibilités et les besoins de l'Etat débiteur. La charge qui pèsera sur celui-ci doit être fixée en fonctions de cet excédent d'exportations éventuel. Aussi le meilleur moyen — et probablement le seul — pour évaluer l'étendue possible des paiements à faire sera-t-il d'examiner le bilan commercial du pays, et de chercher, pour chaque rubrique, tant dans les ventes que dans les achats, quelles sont les

augmentations ou les réductions qui s'avèrent réalisables.

C'est la méthode que Keynes a employée pour chiffrer ce qu'il estimait devoir être rationnellement le total de la dette allemande des réparations. Il étudie les importations et les exportations allemandes, en 1913, de produits alimentaires, de matières premières nécessaires à l'industrie, d'objets manufacturés. Il cherche à savoir en quels produits déterminés, et sur quels marchés dans le monde les surplus d'exportation pourront être vendus. Il entend préciser exactement par exemple, quelles sont les différentes rubriques de produits fabriqués qui pourront faire l'objet d'envois supplémentaires à l'étranger, et quel sera l'ordre de grandeur de ce supplément. Finalement il arrive à cette conclusion que — compte tenu de tous les moyens de règlement possibles, richesses immédiatement cessibles (or, mines, etc.) et versements annuels — la capacité de paiement de l'Allemagne doit être fixée au chiffre maximum de 2 milliards de livres sterling, soit 50 milliards en francs de la loi de Germinal.

Le manque d'élasticité de la balance commerciale est donc le point de départ de Keynes, et cela le conduit à dire qu'il ne faut pas assimiler dans un pays l'excédent de production et l'excédent d'exportation : le premier peut très bien, et en fait il n'y manque pas, n'être exportable que dans une assez faible proportion. La théorie traditionnelle a par conséquent tort d'affirmer que le problème est plus un problème de capacité de paiement qu'un problème de transfert. Sans doute les paiements

devront-ils être limités par cette capacité, mais cette condition nécessaire ne sera pas suffisante du moment que l'excédent annuel disponible pour des dépenses intérieures ne peut être transformé en un excédent équivalent disponible pour l'exportation.

Peut-être n'existerait-il pas de question de transferts si les créanciers de l'Allemagne accroissaient leur consommation précisément des mêmes biens que ceux dont cette nation est obligée de diminuer la sienne. Mais cette hypothèse ne se réalisera que dans la mesure où la lourde taxation que devra s'imposer le débiteur empêchera les Allemands d'acheter des marchandises étrangères, et seulement dans cette proportion, qui ne peut être très grande. Pour tout le reste, comment imaginer que le travail qui rend à l'intérieur les services dont ont besoin les consommateurs allemands puisse trouver dans le commerce extérieur des débouchés à ses produits ? Il faudrait opérer des modifications radicales, et l'on est ramené à la question précédemment étudiée de savoir dans quelles exportations la main-d'œuvre allemande pourra trouver un débouché largement accru et suffisant pour libérer le pays des engagements pris vis-à-vis de ses vainqueurs. A cette question, Keynes a répondu en fixant le chiffre que nous indiquons plus haut.

* * *

L'économiste de Cambridge n'est pas le seul à avoir employé pour évaluer la capacité de paiement de l'Allemagne des méthodes d'un caractère réaliste et d'une

apparence scientifique. L'étude de la balance commerciale ou de la balance des comptes allemands a conduit d'autres auteurs à des vues également pessimistes quant à la possibilité de transferts importants.

C'est ainsi qu'un auteur allemand (1) soutient que le rajustement de la production nationale présentera des difficultés presque insurmontables. Les industriels devront se spécialiser dans les branches où leurs aptitudes, leur outillage, leur technique, la qualité de leur main-d'œuvre leur donneront une supériorité quelconque sur leurs concurrents étrangers. Mais l'accroissement de leurs offres se produisant sur un marché où la lutte est déjà très vive et où l'on approche de la surproduction, ne coïnciderait peut-être pas avec les besoins des consommateurs dont la demande est dépourvue d'élasticité. Ce sont, en somme, surtout les débouchés qui paraissent devoir faire défaut à l'Allemagne.

Beaucoup plus importante est la contribution que deux auteurs américains apportent à la question (2). Comme Keynes l'avait fait, Moulton et Mac Guire cherchent de quel excédent l'Allemagne pourrait disposer pour faire face à sa dette de réparation. Ils prennent pour point de départ le montant dont elle disposait avant la guerre pour ses placements au dehors ; ce montant atteignait dans la période 1894-1913 environ 400 millions de marks par an. C'est là une base sûre pour

(1) MÜHLENFELS, *Transfer*.

(2) MOULTON et MAC GUIRE, *Germany's Capacity to pay*. — Consulter également : H. G. MOULTON, *The reparation plan* ; MOULTON et LEWIS, *The French Debt Problem*.

évaluer le volume possible des obligations à imposer par les Alliés ; mais encore faut-il observer que ces sommes étaient en voie de décroissance dans les années qui ont précédé les hostilités.

En tout état de cause d'ailleurs, la création d'un surplus d'exportations sera particulièrement malaisée pour l'Allemagne. Celle-ci emploie dans ses usines des matières premières importées, coton, laine, soie, minerais de fer, peaux, bois, et elle exporte des produits fabriqués avec ces matières brutes. Il n'existe pas chez elle d'une part un groupe d'industries exportatrices, d'autre part un groupe d'industries importatrices. — Elle dépend aussi de l'étranger pour une grande part de son alimentation. Dès lors un développement des ventes ne peut se faire qu'avec un développement parallèle des achats. Si l'on réduit les importations de denrées alimentaires, une partie de la population est réduite à la famine ; si on diminue les importations de matières premières, c'est tout le système économique qui s'effondre. Et cette situation est encore aggravée par le fait que les traités de paix ont enlevé à l'Allemagne les richesses minières d'Alsace-Lorraine et de Haute-Silésie, des terres fertiles au Schlesvig, en Prusse Orientale et dans la région de Posen.

On ne peut s'attendre ni à une notable réduction des importations, ni à un accroissement facile des exportations. Mais même en admettant la création éventuelle d'une marge importante pour les réparations, l'excédent des ventes permettant quand même d'acheter les matières et les denrées alimentaires indispensables, l'Alle-

magne trouvera-t-elle des marchés pour ses produits ? Suivant le raisonnement classique, les marchés étrangers devraient s'ouvrir d'eux-mêmes par le jeu des disparités de prix. Le Dr Moulton estime au contraire que, quelque difficile que soit le problème de l'ajustement de la production intérieure, le problème des marchés est plus difficile encore.

En effet les plus gros clients de l'Allemagne d'avant-guerre, qui seront normalement ses plus gros clients de demain, ont vu leur capacité d'absorption singulièrement réduite. Le pouvoir d'achat des pays de l'Est, du Centre et du Sud de l'Europe est bien diminué du fait de la guerre et de la désorganisation politique, sociale et économique qui l'a suivie. Les marchés de l'Europe occidentale ont été aussi, quoique dans une mesure moindre, sérieusement atteints. Quant aux Etats-Unis ils sont depuis plusieurs années entourés d'une barrière douanière quasi prohibitive. D'une façon générale d'ailleurs la menace de la concurrence allemande a provoqué partout un renouveau de la politique tarifaire à outrance, parce que les marchandises que le débiteur produit en grandes quantités et pourrait être en mesure d'exporter sont précisément celles qui font aussi l'objet chez les créanciers de fabrications importantes.

La protection douanière des autres pays ne serait cependant pas un obstacle suffisant si l'Allemagne produisait suffisamment à bon compte pour que ses exportations fussent encore, malgré ces barrières, relativement avantageuses. Or le simple fait que le gouvernement devra se procurer les annuités à payer par la taxa-

tion, fera du pays un marché très cher. Les impôts devront comporter des tarifs élevés, ce qui gênera les producteurs et accroîtra leurs prix de revient. Le taux de l'intérêt sera maintenu assez haut afin d'attirer les fonds liquides en Allemagne. Enfin, et ceci concerne plus particulièrement le plan Dawes, les tarifs des chemins de fer auront à être augmentés, sans que l'on puisse accorder des conditions de faveur aux matières premières importées, ou aux produits manufacturés expédiés au dehors. Au total rien ne permet de prévoir que dans un délai plus ou moins rapproché les prix allemands baisseront d'une façon sensible ; ils ont au contraire toutes les raisons pour devenir plus élevés que ceux des Etats voisins.

Si encore l'Allemagne pouvait espérer, tout en effectuant les paiements légaux de sa dette, en retarder les paiements économiques jusqu'au moment où elle sera capable de se libérer définitivement, rien ne serait perdu pour ses créanciers. Mais il n'en va pas ainsi. D'une part le pays n'a plus guère besoin de capital étranger, étant donné le stade de son développement économique auquel il est maintenant parvenu ; il lui faut simplement compléter ses ressources monétaires. D'autre part il se trouve plutôt dans une situation à réduire ses obligations extérieures qu'à les augmenter : il a perdu la plus grande part de ses investissements extérieurs et vendu un grand nombre de ses valeurs nationales ; en même temps il s'est vu grevé d'une dette de réparation née sans contre-partie économique à son actif. Le Reich serait incapable de payer les intérêts des

dettes contractées pour suppléer à l'absence d'un surplus d'exportation. « La notion que l'Allemagne, conclut « le Dr Moulton (1), offre un vaste marché d'investissement pour le capital étranger, qu'elle peut maintenant « faire face à ses obligations de réparation par des « opérations de crédit, est simplement une illusion ».

*
* * *

La méthode des auteurs anglo-américains contemporains est extrêmement concrète et technique. Négligeant l'économie politique pure, ils s'occupent plutôt de géographie économique ou de politique tarifaire. Partis des faits, arguant des statistiques, ils se demandent comment s'opérera pratiquement l'ajustement de la production et du commerce tant du débiteur que du créancier. Mais en se rapprochant ainsi de la réalité ils semblent perdre de vue un certain nombre de principes et d'idées essentiels.

Il est incontestable que les ressources naturelles, les possibilités économiques d'une nation régissent sa capacité de paiement aussi bien que la composition de sa balance de comptes. Il est certain que ces mêmes facteurs commandent les modifications profondes dans la production et les échanges. Mais de même qu'à l'intérieur de chaque pays se produisent des mouvements de moindre amplitude répondant aux crises périodiques et aux cycles économiques, de même dans les relations

(1) H. G. Moulton, *op. cit.*, p. 115 (écrit en 1924).

avec le dehors peuvent se produire d'autres mouvements correspondant aux changements survenus dans la balance des comptes. Dans l'un et l'autre cas les facteurs géographiques demeurent à l'arrière-plan et ce sont des phénomènes monétaires qui permettent de retrouver un équilibre stable et un retour aux conditions normales. Il n'est pas plus exact de prétendre à la quasi-rigidité du volume des importations ou des exportations que de croire à la régularité continue de la fabrication par exemple de la fonte ou des tissus de coton. Les fluctuations rapides des unes comme des autres montrent qu'il intervient autre chose que l'influence des conditions naturelles : le jeu des mouvements de prix adapte à tout moment le montant des offres à celui des demandes.

C'est ce que Keynes aussi bien que Moulton semblent méconnaître quand ils parlent du manque d'élasticité de la balance commerciale d'un pays. Celle-ci au contraire est à tout moment influencée par les niveaux des prix au dedans et au dehors ; les nombreux exemples étudiés plus haut prouvent que ce n'est pas elle qui détermine toujours les mouvements de capitaux internationaux, mais qu'elle peut les suivre et s'y conformer. Il ne s'agit pas d'ailleurs de bouleversements profonds, puisque par hypothèse le pays débiteur sera financièrement capable de supporter les charges qui lui seront imposées (1). Ce sont en quelque sorte des modifications

(1) L'annuité de 2.500 millions de marks-or, écrit M. Lescure à propos « du plan Dawes, représente en marchandises une quantité moindre « qu'en 1913, 50 0/0 de moins. Les prix en or sont aujourd'hui 50 0/0 « plus élevés qu'en 1913. En marks de 1913 l'annuité du plan ne repré- « sente que 1.667 millions. Si l'Allemagne devait assurer le transfert

marginales, qui changent la tendance antérieure, qui provoquent par exemple au lieu d'un léger déficit ou d'une quasi-égalité des dettes et des créances, un excédent d'actif relativement peu important. Cet excédent, quoi qu'on en puisse prétendre, aura une forme exportable, car il s'effectuera une redistribution de la puissance productrice du pays, et une expansion des industries exportatrices.

Quant aux arguments précis invoqués par H. G. Moulton, ils ont fait l'objet d'une réfutation assez complète dans un article déjà cité du professeur Graham (1). Le plus impressionnant est probablement celui qui prétend que l'Allemagne, obligée d'importer, pour alimenter ses industries, des matières premières à haut prix, ne sera pas en mesure d'exporter à bas prix ces mêmes matières transformées en objets fabriqués. Il faut remarquer tout d'abord que tous ces produits bruts ne sont pas destinés à être transformés en marchandises ultérieurement exportées, sinon, dès avant la guerre, il y aurait eu un large excédent des exportations sur les importations. En réalité l'Allemagne possède à beaucoup d'autres titres des biens exportables.

« par une exportation de marchandises exclusivement, que représenterait
« l'effort d'exportation nécessaire : 17 0/0 de l'exportation allemande
« de 1913. C'est juste l'effort d'exportation réalisé par la France pour
« acquitter l'indemnité de 5 milliards après 1870. L'exportation alle-
« mande atteignait en effet avant guerre, 10 milliards de marks-or environ,
« ou, si l'on préfère, l'importation allemande d'avant-guerre étant de
« 10 milliards représente en marks-or d'aujourd'hui 15 milliards marks-
or ».

D'après J. LESCURE, *l'Allemagne paiera-t-elle ? Les transferts*, Revue Bleue du 1^{er} novembre 1927.

(1) FRANK D. GRAHAM, *Germany's Capacity to pay*, op. cit.

Rien ne l'empêche d'ailleurs d'accroître la proportion dans laquelle elle vend au dehors les produits ayant pour origine les matières importées. Cela ne la force pas à vendre à haut prix : il existe entre la valeur du produit brut et celle de l'objet fabriqué un écart suffisant pour que les industriels allemands soient en mesure de réduire leurs prix de vente du montant nécessaire. On ne doit pas oublier, en outre, que les concurrents de l'Etat débiteur emploient, eux aussi, les mêmes matières premières à haut prix et qu'ils ne se trouvent pas de ce fait, dans une situation meilleure.

Au surplus, en admettant que l'Allemagne trouvât sur son territoire les richesses minières et agricoles qui lui font défaut, le capital et la main-d'œuvre qu'elle emploierait à exploiter ces richesses ne pourraient pas en même temps produire les objets fabriqués. La seule différence entre cette hypothèse et la réalité, c'est que dans le second cas les sacrifices à consentir pour parvenir à transférer les paiements de réparation pèsent plus lourdement sur les intérêts, les profits et les salaires que sur les rentes. Cela est peut-être regrettable socialement parlant, mais ne regarde pas les créanciers et ne provoque pas de difficultés supplémentaires quant au retour à l'équilibre de la balance des comptes allemande.

Personne d'ailleurs n'a jamais contesté que le fait pour l'Allemagne de s'acquitter de ses obligations dût peser de façon appréciable sur le niveau de vie de sa population. Chacun devra se contenter de recevoir des revenus moindres, et dont la réduction ne sera pas entièrement compensée par la baisse générale des prix. J. M. Keynes

estime que les sacrifices seront supportés surtout par la classe ouvrière, que seule une diminution « substantielle » des salaires permettra la réduction du prix de revient (1). En fait on ne voit pas très bien pourquoi la rémunération du capital ne se réduirait pas en même temps (une fois passée la période des grands emprunts extérieurs), et l'on pourrait se demander si les chefs d'entreprise ne seront pas conduits eux aussi à prendre à leur compte une partie des charges pesant sur la nation tout entière.

*
* *

Quoi qu'il en soit de ces modalités de l'adaptation économique de l'Allemagne, le problème fondamental reste celui des prix, et il n'est pas douteux que loin de commander le volume des transferts effectivement réalisables, ils sont au contraire commandés par les transferts réellement faits. Si l'on acceptait les vues de Keynes et de Moulton, on ne pourrait jamais admettre que des paiements d'un ordre de grandeur négligeable. Une balance des paiements favorable à l'Allemagne ne peut se développer spontanément, *a priori*. Elle doit être provoquée par un mouvement des prix, lequel à son tour ne peut être obtenu que par un transfert préalable de pouvoir d'achat hors de la nation débitrice. « Les possibilités de transfert du moment ne doivent en « rien, écrit M. Rueff (2), limiter le montant des transferts à effectuer, puisque ce sont les transferts effec-

(1) KEYNES, *The German Transfer Problem*, *op. cit.*

(2) *Op. cit.*, p. 20.

« tifs qui font à chaque instant les possibilités de trans-
« fert ».

Sans partager toutes les convictions de cet auteur relatives au mécanisme rigoureusement automatique des transferts dans tous les cas, on ne peut nier qu'ici sa formule soit irréfutable. Repoussant le point de vue statique de ceux qui prétendent que la marchandise doit précéder le capital, il faut arriver à la seconde formule classique, et déjà longuement exposée au cours de la première partie, que la marchandise suit le capital.

M. Rueff cite encore une fois et avec raison, l'exemple de la France en 1919-1920. A cette époque les gouvernements anglais et américains ne se sont pas préoccupés de savoir si la France avait un excédent d'exportations lui permettant de faire face aux engagements financiers d'ordre privé qu'elle avait contractés au cours des opérations militaires, ou même un surplus économique quelconque. L'eussent-ils fait, d'ailleurs, que le seul fait par eux de s'en inquiéter et de prendre les mesures nécessaires pour proportionner le montant de leurs exigences à l'excédent existant de la balance des comptes française, aurait empêché leur débiteur de se libérer comme il l'a fait. En limitant les transferts, on aurait empêché le change de se déprécier, mais on aurait aussi mis obstacle aux modifications de prix propres à stimuler les ventes à l'étranger et à réduire les achats. Le rétablissement de l'équilibre de la balance ne se serait pas produit (1).

(1) La baisse des changes, d'ailleurs, n'était pas une conséquence inéluctable des paiements faits. Si la France avait été encore au régime de la convertibilité du billet contre l'or, la réadaptation se serait opérée simplement grâce à la baisse des prix intérieurs.

Il n'en a pas été de même pour la liquidation de la dette allemande ; les précautions prises ont été infiniment plus grandes ; le précédent français permet de se demander quels sont le sens, la valeur, et l'efficacité de la réglementation du transfert des paiements de réparation.

CHAPITRE II

Le plan Dawes et la réglementation des transferts

Depuis le traité de Versailles, les hommes politiques et les techniciens qui se sont occupés de la question des Réparations ont été hantés par l'idée de la difficulté des transferts. Les théories nouvelles de beaucoup d'économistes ne pouvaient que les confirmer dans cette opinion, et aussi la gravité et la quasi-généralité des bouleversements monétaires, que l'on attribuait aux déficits des différentes balances des comptes plus qu'aux événements financiers et aux phénomènes psychologiques. Aussi bien dès le début ne s'est-on pas contenté de fixer simplement le chiffre global de la dette et les modalités de paiement, comme l'Allemagne l'avait fait après sa victoire de 1870-1871. On a voulu aussi régler la manière dont le débiteur s'acquitterait de ses obligations, c'est-à-dire comment il transférerait les annuités qu'il s'engagerait à verser.

Le traité de paix, au rebours du traité de Francfort, n'avait pas évalué le montant des dommages subis par les pays vainqueurs, ni la somme à payer par le vaincu. Mais il prévoyait, par contre, les moyens de paiement dont l'Allemagne devait disposer : versements en espèces, restitutions et paiements en nature. Le second de ces moyens comportait des livraisons de matériel de tout ordre, d'approvisionnements, de cheptel. Quant au troi-

sième, il n'était prévu qu'à titre tout à fait subsidiaire, et les livraisons effectives devaient être précédées d'une série de formalités qui les rendaient pratiquement impossibles.

A partir de 1920, un grand mouvement d'opinion se dessina en faveur des prestations en nature. On commençait à se rendre compte que c'était en marchandises seulement que l'Allemagne pourrait s'acquitter, et qu'il fallait lui faciliter ses envois, autant dans l'intérêt de ses créanciers que dans le sien propre. De ce mouvement sortit toute une série de négociations dont le résultat effectif fut l'accord de Wiesbaden puis les accords de Berlin. Mais rien de définitif n'était encore instauré, et il fallut attendre jusqu'à la mise en œuvre du plan Dawes pour voir fonctionner un essai de réglementation des transferts des paiements allemands.

Les craintes soulevées par le paiement des obligations internationales ne sont pas limitées aux Réparations. Les dettes interalliées étaient d'un montant presque aussi important et il n'existait pas de raisons pour que les théories nouvelles émises n'amenassent aussi, à leur sujet, à croire à l'impossibilité d'un transfert important. Keynes, par exemple, dans ses « Conséquences Economiques de la Paix » ne cachait pas qu'il estimait irréalisable le remboursement des créances anglaises et américaines, et proposait en conséquence une annulation générale qui coïnciderait avec la réduction à 2 milliards de livres sterling de la charge imposée aux Allemands. C'était pour lui la seule solution compatible avec la situation financière et économique respective des différents pays, et avec l'état de leurs balances de comptes.

L'opinion générale, sans aller aussi loin, n'en demandait pas moins que les versements faits au titre des dettes interalliées fussent entourés de garanties telles que dans aucun cas ils ne devinssent capables de porter atteinte à la stabilité de la devise du pays débiteur. C'était là, comme pour l'Allemagne, l'idée dominante : on était obsédé par les événements monétaires présents, ou qui venaient de disparaître, et l'on ne voulait à aucun prix leur réapparition. C'était, semblait-il, une question bien distincte de celle de la capacité de paiement proprement dite, et qu'il fallait traiter séparément.

C'est ainsi que dans la négociation des conventions franco-anglaises et franco-américaines de 1925 et 1926, les représentants français auraient voulu voir introduire dans les accords une clause quelconque, clause de transfert, clause de sauvegarde, ou toute autre, qui put garantir le franc contre des risques éventuels, en prévoyant la suspension des paiements au cas où ils porteraient atteinte à la stabilité du change. Ces demandes n'ont pas abouti, et l'on a reconnu qu'un moyen de ce genre non seulement supposerait une surveillance étrangère, mais encore risquerait de se retourner contre les intérêts mêmes de la nation à laquelle il aurait été accordé. La question n'avait d'ailleurs qu'une importance relative, puisqu'il était entendu qu'en tout état de cause les paiements de l'Allemagne seraient au moins équivalents à ceux que les Alliés auraient à faire à leurs divers créanciers.

Il ne subsiste, en somme, de toutes les polémiques soulevées après la guerre par la question des transferts, que

la réglementation des versements allemands au titre des Réparations ; ce ne sont d'ailleurs pas des dispositions de minime importance. A cet égard le plan Dawes prévoit deux précautions d'un ordre très différent : d'une part le système des prestations en nature, d'autre part, la clause du transfert.

*
* *

De crainte que l'Allemagne ne trouve pas chez elle les disponibilités de change nécessaires faute d'un excédent d'exportations suffisant, il est prévu qu'outre les versements en espèces, elle pourra s'acquitter par différents autres modes : prestations rhénanes, prélèvement de 26 0/0 sur les exportations dans les pays alliés, prestations en nature. De ces moyens le plus important est le dernier, surtout pour la France ; il faut en examiner la raison d'être et la portée.

Du moment où il est admis que le vaincu ne pourra se libérer qu'en marchandises, et accessoirement en services, il faut développer chez lui un surplus de ventes à l'étranger équivalent aux annuités. L'on a craint que ce surplus souhaitable n'apparût pas spontanément et que le débiteur eût peine à s'acquitter : le manque d'élasticité de la balance commerciale devait empêcher l'ajustement à la balance des paiements nouveaux. Si les gouvernements alliés achetaient directement des marchandises allemandes avec les crédits dont ils disposaient à Berlin, cela ne stimulerait-il pas la production et n'aiderait-il pas à la création de l'excédent d'exportations ? Ces der-

nières augmenteraient dans une mesure assez large, et les transferts seraient rendus plus aisés.

Ce n'est pas à dire que les rédacteurs du plan Dawes eussent l'illusion que les paiements en nature fussent foncièrement différents des paiements en espèces. Les uns comme les autres aboutissent en définitive à des envois de marchandises. Dans le cas de paiements en nature, le créancier reçoit directement ces marchandises et les utilise immédiatement. Dans le cas de paiements en devises, il reçoit les créances que l'Allemagne s'est procurées sur d'autres pays par des excédents de ventes ; mais une fois en possession de ces devises, s'il ne les emploie pas à acquitter des dettes extérieures, il ne pourra les utiliser à la satisfaction de ses besoins et à l'allègement de ses charges qu'en demandant en contre-partie à l'étranger des marchandises ou des services. Donc, du côté du créancier comme de celui du débiteur rien ne sépare les deux modes de libération envisagée. Le premier et le second ne disposent que d'un seul moyen d'être payé ou de payer.

Malgré cette similitude, qu'ils reconnaissaient, des résultats de ces deux procédés, les experts de 1924 ont voulu maintenir un recours partiel à des transferts de marchandises. Ils estimaient qu'il fallait prendre des précautions pour intégrer les Réparations dans le mécanisme des paiements internationaux, car c'est « un élément parasite de l'organisation économique » (1). Ce débouché arti-

(1) E. MINOST, *L'organisation des transferts, Europe Nouvelle* du 2 mars 1929.

ficiel offert à l'industrie allemande devait accroître ses possibilités d'exportation.

Postérieurement apparurent les prestations en grands travaux, qui devaient permettre d'absorber sans dommage pour l'économie du pays créancier les livraisons du débiteur et de développer l'outillage national. On crut voir là un débouché nouveau qui ne provoquerait pas une concurrence exagérée aux industries des vainqueurs, ni une hausse de leurs prix intérieurs ou une réduction de leurs ventes. Mais pas plus que les prestations en nature proprement dites, ces prestations en travaux ne sont exemptes d'inconvénients et ceux-ci sont loin d'être compensés par le peu d'utilité qu'elles peuvent finalement présenter.

Du fait même qu'elles sont artificiellement déterminées, les livraisons allemandes empêchent un ajustement normal des balances commerciales des pays qui en bénéficient. Les exportations allemandes sont, pour une part, dirigées de façon systématique vers les nations créancières, aggravant ainsi lourdement le passif de ces dernières et l'aggravant toujours de la même façon. Or étant données les conditions économiques actuelles, il n'est pas du tout certain que ce soit de cette manière un peu simpliste que les balances des comptes doivent se rajuster. Ce qui est nécessaire, c'est une redistribution générale du commerce international ; ce qu'il faut, c'est que l'ensemble des exportations allemandes devienne de façon permanente supérieur à l'ensemble des importations du montant des annuités de réparations, — et d'autre part que l'ensemble des exportations de chacun

des créanciers devienne inférieur à l'ensemble de ses importations du montant qui lui reviendra de ces mêmes annuités. Pour augmenter son actif l'Allemagne peut très bien vendre à des pays tiers, qui à leur tour verront leurs ventes augmenter à destination des Etats alliés. Le système des transferts en nature est propre à gêner et retarder la réalisation de cet équilibre nouveau qu'il est cependant souhaitable de voir apparaître le plus tôt possible (1).

En augmentant indûment le montant des importations allemandes, sans cependant accroître en même temps le montant des transferts possibles, ce système serait de nature, dans une certaine mesure, à empêcher les créanciers de donner à leurs recettes de Réparations une destination qui semblerait très normale. Ils pourraient très bien en effet, consacrer une part des paiements allemands à faire au dehors des placements, à accroître leur portefeuille de valeurs étrangères. Ceci n'a rien de con-

(1) Deux autres inconvénients de détail, et concernant plus particulièrement le cas de la France, sont signalés par M. Rueff (*op. cit.*, p. 22 et 23). D'une part le gouvernement français, pour écouler la totalité de la part de prestations en nature qui lui revient, est obligé d'accorder aux acheteurs une ristourne et des délais de paiement plus avantageuses que d'autres les acquisitions faites au titre des réparations. Mais cela le conduit à imposer au Trésor des sacrifices assez considérables et à diminuer de façon sensible le produit net tiré des versements allemands ; c'est en même temps une concurrence supplémentaire à l'industrie nationale. D'autre part, le système des prestations en travaux comporte pour le budget des dépenses supplémentaires, car les grands travaux ainsi effectués nécessitent d'importants apports en capital. Ce sont des charges dont le but est certainement utile, mais dont le besoin ne se faisait pas sentir de façon pressante et que l'on aurait pu ajourner à des périodes plus favorisées. Elles détournent en même temps, les recettes des réparations de leur destination normale, c'est-à-dire l'amortissement de la dette publique.

tradictoire avec ce qui a été dit plus haut sur la façon dont finalement la dette de réparation pourra être liquidée : les placements extérieurs ne sont que des achats de marchandises retardés (parfois indéfiniment retardés). Or il est très vraisemblable que certains des pays alliés laissent au dehors une certaine partie des créances qui leur sont livrées par l'Allemagne sur des pays tiers (et débiteurs de l'Allemagne), de même qu'avant la guerre ils n'employaient pas la totalité de l'excédent de leurs balances des comptes à se procurer au dehors des marchandises, mais en prêtaient une proportion importante. La France en particulier avait l'habitude de souscrire largement aux émissions internationales, et répugnait à développer, comme l'Allemagne, son outillage industriel, grâce aux suppléments d'importations que lui aurait permis sa situation financière. On ne voit pas très bien pourquoi il n'en serait pas de même à l'avenir et pourquoi elle n'arriverait pas à reconstituer (peut-être avec un peu plus de discernement) son portefeuille étranger ; cela ne l'empêcherait d'ailleurs pas de voir ses importations dépasser largement ses ventes, éventuellement plus encore qu'autrefois, car elle a intérêt elle aussi à améliorer et à accroître ses installations industrielles.

*
* * *

Le procédé des livraisons en nature tend à développer un surplus des exportations allemandes ; il résulte simplement d'une méfiance dans l'automatisme du rétablissement de la balance commerciale grâce aux mouve-

ments des prix. La clause des transferts au contraire est une négation expresse de la théorie traditionnelle.

Le plan Dawes (1) opère une distinction radicale entre la capacité de paiement des contribuables allemands et la capacité du Reich à payer les Alliés. Pour ses auteurs le montant des sommes que l'Allemagne peut recouvrer par l'impôt et appliquer aux comptes des réparations peut très bien ne pas pouvoir être transféré au dehors dans sa totalité. Tout dépend de la situation de la balance des comptes : celle-ci doit présenter un excédent suffisant pour permettre le transfert, sinon la stabilité de la monnaie serait menacée, et par conséquent aussi l'équilibre budgétaire.

Sans doute ne va-t-on pas jusqu'à dire que la balance des comptes (et plus particulièrement ici la balance commerciale) est, comme le dit Keynes, comparable plutôt à un solide ou à une matière visqueuse qu'à un liquide. Mais si elle ne peut se calculer avec une exactitude absolue, elle n'en est pas moins contenue entre certaines limites, et ces limites sont différentes de la limite d'élasticité des facultés contributives des habitants. Il faut qu'une adaptation se fasse, qu'apparaisse un surplus favorable de la balance économique, mais on ne peut déterminer à l'avance le montant de ce surplus de la même façon qu'on a fixé, par ailleurs, le sacrifice demandé au budget du pays. Ce sont là deux domaines entièrement distincts.

Si l'expérience seule peut montrer à quelle quantité de

(1) Rapport du premier comité d'experts., § 8, 4°.

transferts en monnaies étrangères on pourra procéder, il faut prévoir un mécanisme qui proportionne à tout instant les transferts effectifs aux transferts réalisables. De cette façon on aura toute garantie quant à la stabilité du mark allemand et une sécurité maxima quant à l'avenir de la capacité de paiement du débiteur. On voit comment la négation de la spontanéité du retour à l'équilibre de la balance des comptes conduisit logiquement les représentants alliés à réglementer les conversions de marks à faire au titre des Réparations.

Le système imaginé d'ailleurs devait satisfaire à la fois toutes les convictions : ceux qui croyaient aux difficultés de transfert parce qu'ils espéraient y remédier ainsi et ceux que ces difficultés éventuelles laissaient assez sceptiques, car ils pensaient bien que les clauses prévues ne seraient pas amenées à jouer.

Le plan Dawes (1) décidait que tous les paiements du Reich pour les Réparations, quelle qu'en fût la provenance devaient être versés en marks-or à la Banque d'Emission à Berlin, au crédit de l'Agent général des paiements de Réparation. Par là le gouvernement allemand serait définitivement déchargé des obligations lui incombant par le fait dudit plan. Autrement dit, comme l'écrivait J. Descamps, on transformait une dette jusqu'à « quérable » en une dette « portable ». L'emploi ultérieur des marks ainsi livrés incomberait aux représentants alliés ; en fait les retraits du compte des Réparations à la Reichsbank seraient effectués par l'Agent général, agis-

(1) Rapport du premier comité d'experts, 1^{re} partie, § 12 et annexe VI.

sant sous le contrôle et d'après les instructions d'un comité de cinq membres appelé Comité des Transferts.

Préside par l'Agent général, et comprenant en outre des délégués des Etats-Unis, de la France, de l'Angleterre, de l'Italie et de la Belgique, le Comité des transferts est chargé de prescrire l'affectation du montant des soldes créditeurs des Réparations à la Banque d'Empire, d'abord aux paiements à faire en raison des prestations en nature ou en application du Reparation Recovery Act, puis à des conversions périodiques en devises étrangères. Il ne procédera à ces opérations que dans la mesure où il estimera que le marché des changes le permettra et que la stabilité du mark n'en sera pas affectée.

Les disponibilités qu'il jugera ne pouvoir être transférées sans danger devront être laissées en dépôt à la Banque ; si elles excèdent la somme que celle-ci consentira à recevoir, elles devront être employées à des placements en Allemagne, achats d'obligations, octroi de prêts, etc. Ceci jusqu'à ce que le Comité des transferts pense qu'il peut sans inconvénients reprendre les conversions en monnaies étrangères. Il existe toutefois à cette accumulation de fonds et à ces placements deux catégories de limites. D'une part, les dépôts à la Reichsbank peuvent être arrêtés à la demande de cette dernière s'ils viennent à dépasser 2 milliards de marks. D'autre part, le total de l'actif disponible au compte de l'Agent général ne doit pas dépasser un maximum de 5 milliards. Quand les fonds non transférables atteindront ce chiffre, les versements budgétaires seront diminués jusqu'à concurrence du montant nécessaire pour faire face aux transferts

que l'on continue à effectuer et au financement des livraisons en nature. Toutefois, si l'accumulation prévue est de nature à devenir un danger pour le budget ou l'économie du Reich, le Comité des transferts peut à une majorité des deux tiers de ses membres, ordonner de suspendre l'application de la clause. Si à l'inverse les difficultés de transfert proviennent de la mauvaise volonté ou de manœuvres frauduleuses du gouvernement, il peut à la même majorité décider que l'accumulation se fera sans limites.

Les experts n'ont pas déterminé avec précision à quels signes les membres du Comité des transferts reconnaîtraient qu'il serait nécessaire de suspendre les conversions de marks. Mais il semble bien que l'élément déterminant soit l'état de la balance des comptes de l'Allemagne vis-à-vis de l'étranger. Il faut qu'il y ait de manière durable plus de créances que de dettes, et le Comité aura à estimer constamment ce solde actif de façon à y proportionner les achats de devises. Certains indices l'aideront à prévoir quand l'opération ne pourra être continuée sans danger : cours des changes, situation de la balance commerciale, crise économique, etc. De cette façon on sera certain de la stabilité perpétuée du mark, et l'on ne craindra pas que des expériences monétaires nouvelles viennent compromettre à nouveau la créance dont on est si difficilement arrivé à fixer les annuités et à assurer le service (1).

(1) La clause de transfert insérée dans le plan Dawes, et qui en constitue une des parties les plus intéressantes, sinon les plus heureuses, a

La clause des transferts est-elle indispensable pour obtenir un pareil résultat ? On a déjà vu précédemment qu'il n'y avait pas de raison pour que sous un régime monétaire sain, comme l'est le régime allemand actuel, le transfert à l'étranger de paiements ne dépassant pas la capacité du débiteur se révèle impossible.

Ou bien des opérations de crédit permettront momentanément de compenser le déficit de la balance des comptes jusqu'à ce que le rétablissement de l'équilibre puisse s'opérer, ou bien ce rétablissement se fera tout de suite grâce aux mouvements de prix consécutifs aux sorties d'or et aux modifications dans le pouvoir d'achat du débiteur et du créancier. Il n'y a plus ; non seulement la clause en question ne paraît pas présenter une utilité certaine, mais encore elle est contradictoire avec le but qu'elle prétend atteindre et peut avoir des inconvénients certains.

Contradictoire avec son but, c'est ce que montre R. Crozier Long (1) quand il dit que : « mesurés par les « reçus de l'Agent, les marks des Réparations sont déclares équivalents à l'or ; mesurés d'après leur vente sur

eu un précédent : c'est le plan pour la reconstruction de la Hongrie, qui date de décembre 1923.

Le montant total des obligations hongroises du chef des Réparations, des armées d'occupation, de l'armistice est limité pendant une période de 20 ans à un versement annuel de 10 millions de couronnes or. En outre, ces paiements doivent être faits en monnaie hongroise et ne seront convertis en monnaies étrangères qu'aussi longtemps que de telles conversions seront compatibles avec le maintien de la couronne à sa valeur entière.

Voir à ce sujet Sir Arthur SALTES, *The reconstruction of Hungary*, in *Foreign Affairs*, octobre 1926.

(1) *Op. cit.*, 1^{re} partie, chap. IV : Dioscuri, *The anatomy of an equivalent*.

« le marché des changes, certains seraient équivalents à
« des marks moins x ; mais si ces marks inférieurs sont
« préservés d'une mensuration sur le marché des changes,
« ils conserveront la qualité d'équivalence aux marks-or
« qui a été reconnue quand ils ont été mesurés par le
« reçu de l'Agent..... La seule preuve de la valeur de
« toute monnaie qui n'est pas le métal or est le marché
« des changes. La définition d'un « mark équivalent à
« un mark-or » est un mark « qui peut être vendu pour sa
« valeur nominale en or ». Il s'en suit que tous les marks
« qui ne sont pas transférables au pair sont dépréciés ».
De la sorte, la réglementation des transferts qui devait
arriver à ce que les marks payés aux Alliés conservassent
leur valeur entière est impuissante à réaliser l'objet pour
lequel elle avait été imaginée.

Elle va même directement à l'encontre de cet objet.
L'accumulation des marks par l'Agent des Réparations
empêche ces sommes de sortir du pays, et par là supprime
les réactions qui devaient faciliter les transferts. Les fonds
restant en Allemagne, qu'ils soient déposés à la Banque
Centrale ou consacrés à des achats de titres, seront rendus
à la circulation. Leur soustraction a en effet déterminé
une gêne marquée dans la trésorerie des particuliers ou
des sociétés : la Reichsbank n'hésitera pas, pour y remé-
dier, à prêter les fonds qui manquent ou à accorder un
réescompte plus facile sur ses dépôts accrus. Quant aux
placements opérés par le Comité des transferts, ils cons-
tituent une augmentation directe du pouvoir d'achat du
public. Le niveau des prix en Allemagne, s'il n'augmente
pas, du moins ne déclinera donc pas dans la mesure néces-

saire ; les difficultés de transférer les fonds à l'avenir seront encore augmentées et les recettes des réparations encore réduites, jusqu'à ce que le Reich cesse complètement ses paiements.

Mais si les conversions de marks ont été suspendues, c'est que déjà avant cette mesure la devise a été ébranlée par des circonstances sans rapports avec les transferts. On ne voit pas très bien comment la mesure prise pourrait remédier à la crise : elle déterminerait sans doute au contraire une crise plus grave encore. La confiance dans la valeur de la monnaie allemande serait ébranlée. Les ventes de marks se multiplieraient, accrues du fait que tout le pouvoir d'achat soustrait par l'impôt à la circulation et remis à l'Agent général serait rendu aux particuliers sous une forme ou sous une autre : ceux-ci, que n'arrête aucune clause de transfert, n'hésiteraient pas à en demander la conversion à la Reichsbank, et la dépréciation du mark s'accentuerait encore.

Dangereuse si elle était appliquée, la réglementation des transferts est gênante par les craintes qu'elle laisse subsister. Si l'on admet avec les experts que les dettes allemandes peuvent, à un moment donné, n'être pas toutes transférables, les prêteurs étrangers pourront hésiter à investir leurs capitaux dans les entreprises industrielles du Reich ; ils sauront bien que le Comité des transferts ne sera pas capable d'arrêter une crise éventuelle des changes, mais que son action provoquera une crise politique et économique infiniment plus sérieuse. C'est là ce qui explique la controverse sur la question de la priorité, qui fut si ardente pendant la seconde moitié

de l'année 1927 : il s'agissait de savoir si en cas de difficultés pour l'Allemagne à s'acquitter de ses engagements, les créances commerciales n'avaient pas la priorité sur la créance politique des réparations en ce qui concerne les transferts. Le problème n'a plus aujourd'hui qu'un intérêt rétrospectif, car il est bien certain que les deux choses se tiennent : si les conversions nécessitées par le service des emprunts privés sont possibles, les conversions pour le service des Réparations seront réalisables ; et inversement si les premières sont de nature à ébranler la situation du mark, on ne pourra davantage procéder aux secondes. La question a cependant été considérée comme tellement importante que le désir de rassurer les prêteurs américains constitue l'idée directrice d'un livre (1) qui a fait un certain bruit et dont l'auteur est un ancien haut fonctionnaire de la Commission des Réparations. Auld s'attache à démontrer l'inanité des craintes suscitées par la difficulté des transferts, qu'il attribue à de nouvelles doctrines économiques qui vont à l'encontre du jeu spontané des forces naturelles. Pour lui, les transferts doivent pendant longtemps encore être effectués grâce aux prêts américains, et les Etats-Unis peuvent prêter en toute tranquillité, sûrs d'être un jour remboursés sans qu'il soit besoin pour cela d'une « manipulation experte des changes ».

Le plan Dawes par ailleurs, en laissant subsister une incertitude perpétuelle sur le montant des paiements à venir, empêche la mobilisation des obligations des répara-

(1) G. P. AULD, *The Dawes Plan and the New Economics*.

tions ; il empêche la transformation de cette dette politique en une dette commerciale, car aucun capitaliste n'accepterait de souscrire à des émissions dont « l'expérience et l'expérience seule » montrerait si le service en serait possible. C'est un obstacle très sérieux à un règlement définitif de la question des Réparations, et l'un des soucis des auteurs du plan Young sera de réduire dans toute la mesure possible la portée de la réglementation des transferts.

*
* *

Est-ce à dire que la clause ait été absolument superflue ? Il faut bien reconnaître que, bien que contraire à la logique, elle n'en a pas moins eu au début une certaine utilité psychologique. En 1924, l'Allemagne sortait d'une crise monétaire et économique sans précédent, où avaient failli sombrer sa prospérité matérielle et sa puissance politique. Elle venait de vivre quelques mois avec une monnaie artificielle, le Rentenmark, dont le gage était aussi fragile que la confiance alors revenue était précaire. Le plan Dawes la dotait d'une monnaie nouvelle, à base or, mais dont l'avenir était encore extrêmement incertain. Chacun conservait encore très vivant le souvenir des épreuves passées, et à la moindre alerte, on pouvait craindre de voir la confiance s'évanouir, les exportations de capitaux reprendre, le change se déprécier, le déficit budgétaire réapparaître. Dans ces conditions, la clause des transferts donnait un semblant de garantie quant à la stabilité future de la monnaie, et rassurait le public : son utilité psychologique était

incontestable et peut-être n'a-t-elle pas été sans favoriser dans une certaine mesure le maintien de la situation. Mais dans l'état présent, elle n'est plus guère qu'un anachronisme.

CHAPITRE III

Les Transferts sous le régime du plan Dawes

Le plan Dawes est entré en application le 1^{er} septembre 1924. Jusque-là, l'Allemagne avait payé, tant en espèces qu'en livraisons en nature et en biens cédés, une somme totale d'environ 8 milliards 1/2 de marks-or. Mais étant donné l'état troublé dans lequel elle avait vécu jusqu'à la stabilisation de sa monnaie, il est très difficile d'étudier les répercussions qu'ont pu avoir sur son économie, sur sa balance des comptes, et sur le niveau de ses prix les transferts effectués. Du jour au contraire où a commencé à être mis en œuvre le plan des experts, sa situation économique et monétaire s'est notablement éclaircie et il est devenu plus aisé de voir de quelle manière elle a pu transférer les annuités de sa dette de Réparation.

Ces annuités, jusqu'au 1^{er} septembre 1929, date de la mise en application du plan Young, ont marqué une progression régulière :

1 ^{er} septembre 1924 — 31 août 1925	1 milliard.
1 ^{er} septembre 1925 — 31 août 1926	1.220 millions
1 ^{er} septembre 1926 — 31 août 1927	1.250 millions.
1 ^{er} septembre 1927 — 31 août 1928	2 milliards.
1 ^{er} septembre 1928 — 31 août 1929	2.500 millions.

Néanmoins, à aucun moment, des difficultés de transfert ne se sont trop vivement fait sentir, et l'on n'a

jamais eu besoin de recourir à la clause protectrice prévue en 1924. C'est ainsi qu'à la fin de la première année, tous les paiements en marks avaient été transférés, sauf 67 millions. A la fin de la deuxième année, il ne restait au crédit de l'Agent général que 93,5 millions, et à la fin de la troisième année que 185,5 millions. Encore, sur ce dernier chiffre, 182 millions avaient-ils été reçus pendant la dernière semaine de l'exercice, et 145 étaient-ils déjà pratiquement transférés du fait de contrats conclus.

Ces chiffres sont corroborés par ceux relatifs aux montants respectifs des livraisons en nature et des versements en espèces (1). Si les transferts en nature se sont assez fortement accrus en chiffres absolus, par contre une tendance constante se manifeste à transférer un pourcentage de plus en plus important en devises étrangères.

Les premiers au début prédominaient nettement; pour 1927-1928, les proportions étaient inversées (2) :

(1) Voir le rapport de l'Agent général des réparations pour la 4^e année d'application du plan.

(2) En millions de reichsmarks, les transferts ont été effectués de la façon suivante :

1924	1925	1926	1927
1925	1926	1927	1928

I. — *Transferts en Reichsmarks*

Armée d'occupation et divers .	203	102	82	71
Livraisons en nature.	414	658	617	725
	---	---	---	---
Total des transferts en reichsmarks	622	760	699	796

Années	Transferts en monnaies étrangères	Transferts au moyen de paiements en reichsmarks
1 ^{re} année d'application du plan	30,37 0/0	69,33 0/0
2 ^e année	35,35 0/0	64,65 0/0
3 ^e année	49,45 0/0	50,55 0/0
4 ^e année	54,23 0/0	45,77 0/0

En même temps l'Allemagne a créé chez elle ce surplus économique dont le plan Dawes avait proclamé la nécessité. L'excédent de la production sur la consommation devait seul permettre de faire le service de la dette des réparations. Or non seulement ce surplus est apparu et a permis au fisc allemand d'effectuer des recouvrements sans cesse en plus-value, mais encore il a de loin dépassé le montant des versements prévus. D'après les estimations du Fédéral Credit Bank (1) l'épargne allemande s'est élevée :

En 1925 à 320 millions de livres sterling			
En 1926 à 315	—	—	—
En 1927 à 380	—	—	—

soit un total de 1.015 millions, alors que les paiements de

II. — Transferts d'espèces

Reparation Recovery Act. . .	180	243	290	351
Service de l'emprunt Dawes .	73	97	91	90
Transfert des monnaies étrangères.	—	71	259	468
Divers	13	5	43	34
Total des transferts en espèces.	271	476	683	943

(1) Chiffres cités par R. C. LONO, *op. cit.*, 2^e partie, chap. II.

réparations n'atteignaient pas au cours de ces trois années le chiffre de 200 millions de livres.

Cependant, bien qu'on n'eût pas dépassé la capacité de paiement du débiteur et malgré l'aisance réelle avec laquelle les conversions de marks ont été opérées, le mécanisme des transferts provoquant le rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes n'a pas joué : c'est que d'autres facteurs sont intervenus pour empêcher la baisse des prix et le développement des exportations.

*
* *

L'effondrement du mark laissait l'Allemagne de 1924 absolument vidée de capitaux liquides et de fonds de roulement. Sans doute son outillage industriel, ses installations permanentes demeuraient-ils intacts ; ils s'étaient même développés à la faveur de la prospérité factice née de la dépréciation monétaire. Mais ses chefs d'entreprise n'avaient plus de disponibilités pour assurer la marche des usines, la rémunération du personnel, l'approvisionnement en matières premières. Il était urgent de reconstituer le capital national. Mais attendre le résultat de la seule épargne intérieure eût été remettre à très loin la reprise de l'activité économique, car c'était le fruit de 50 années de travail et de prospérité que les années précédentes avaient vu disparaître. Il fallait recourir à des emprunts extérieurs, d'autant plus que la plupart des matières brutes dont on voulait renouveler les stocks étaient importées du dehors.

Aussi les appels au crédit étranger se multiplièrent-ils. L'Allemagne offrait l'exemple inédit d'un pays industriellement très développé, et matériellement très avancé, ayant recours sur une vaste échelle à des emprunts extérieurs (1) : de telles obligations ne sont en général contractées que par des Etats dont la mise en valeur n'est pas encore achevée et qui possèdent des ressources naturelles inexploitées. Il convient d'ailleurs de reconnaître que si au début il s'agissait surtout de reconstituer le marché allemand des capitaux, plus tard les industriels employèrent aussi une partie des prêts qu'ils obtenaient de l'étranger à étendre encore un outillage déjà si perfectionné.

Quoi qu'il en soit, il n'y a rien ici qui soit imposé par la nécessité de faire face aux paiements des obligations de réparations. L'Allemagne emprunte au dehors pour procéder à la restauration générale de son activité économique et cela ne peut certes pas nuire au succès du plan Dawes, lequel veut que le débiteur devienne prospère pour demeurer solvable. Mais le volume même des opérations effectuées est extrêmement supérieur aux annuités versées aux Alliés, surtout si l'on considère les seuls versements en espèces. C'est ce qui ressort du tableau ci-dessous, qui donne le montant des emprunts à long terme par exercices et par catégorie d'emprunteurs, et aux chiffres duquel on devrait d'ailleurs, pour être tout à fait exact, d'une part ajouter les achats de valeurs effectués par les étrangers et les emprunts à court terme

(1) Voir la préface de H. G. MOULTON, au livre de R. HUCZYNSKI, *American Loans to Germany*.

sous forme de dépôts en banque, d'autre part retrancher les remboursements faits et les placements allemands à l'étranger (1).

En millions de marks

	1924-1925	1925-1926	1926-1927	1927-1928
Reich.	960,88	—	—	—
Etats Allemands .	—	222,40	182,18	126
Communes.	142,73	320,33	103,14	236,68
Entreprises d'élec- tricité	84	292,96	183,47	232,93
Industries.	196,12	830,30	436,89	261,40
Entreprises de transport.	—	27,30	63	124,95
Maisons de com- merce.	—	25,20	—	—
Instituts de crédit .	9,50	135	279	352,10
Eglises.	17,90	55,34	24,35	35
Totaux.	1411,13	1908,23	1271,93	1868,06

Jusqu'à présent, en somme, tout s'est passé comme si l'Allemagne avait remplacé une fraction de sa dette politique par une dette commerciale équivalente, cette dernière augmentant d'ailleurs bien davantage afin de satisfaire à des besoins économiques différents. En même

(1) D'après le Dr Pftizner dans *Die Bank* de novembre 1928, cité par R. AUDOUIN, *l'Expertise des réparations*, dans *l'Europe Nouvelle* du 8 décembre 1928. — Le montant de la dette à court terme est conjectural, mais il n'est peut être pas exagéré pour atteindre le total des engagements allemands de doubler le chiffre de la dette à long terme.

temps le capital propre du Reich, provenant de l'épargne de sa population, s'est accru d'une quantité beaucoup plus importante que la fraction de la dette commerciale correspondant à la capitalisation partielle des annuités. Dawes. Le tableau suivant (1) pour schématique qu'il soit, donne un résumé très clair de cette situation. La balance économique propre de l'Allemagne est égale à la différence entre la production et la consommation (900 — 780 = 120) supérieure aux paiements de réparation, et accrue simplement par les prêts étrangers.

Recettes		Dépenses	
Production	900	Consommation .	780
Emprunts, crédits		Investissements	
extérieurs, ventes		intérieurs . .	170
de valeurs au		Surplus pour les	
dehors	100	réparations. .	50
	1000		1000

La physionomie de la balance commerciale pendant la période envisagée traduit les mouvements de la balance des comptes. La taxation avait bien pu créer un excédent budgétaire, et un surplus d'exportations potentiel pour le paiement de la dette extérieure. Mais les importations massives de capitaux, bien loin de permettre la diminution du pouvoir d'achat national qui aurait dû se manifester, en ont suscité au contraire un accroissement notable. Les Allemands ont vendu au

(1) D'après R. C. Long, *op. cit.*, 1^{re} partie, chap. I.

Comité des Transferts le change qu'ils s'étaient procuré en empruntant au dehors, et se sont vu restituer les marks qu'ils avaient payés à titre d'impôt. Ils ont été ainsi mis à même d'acheter aux producteurs nationaux des marchandises que sans cela il aurait fallu exporter.

Bien plus, non seulement les ventes ne se sont pas développées, mais les achats au dehors ont été largement étendus. Suivant la formule classique en effet, la marchandise a suivi le capital; aux prêts étrangers ont succédé des envois de produits, et la balance commerciale allemande, loin de s'améliorer, a connu de façon permanente un lourd déficit. L'afflux des capitaux n'a pas permis une baisse des prix allemands, déjà relativement fort élevés, en 1924, par rapport à ceux des autres pays et notamment des pays européens. Le niveau en a même tendu plutôt à monter, puisque la moyenne annuelle de l'indice des prix de gros a été :

En 1924.	137,3
En 1925.	141,8
En 1926.	134,4
En 1927.	137,6
En 1928.	140

avec un maximum de 141,6 en juillet 1928 (1).

Le mouvement du commerce extérieur suit assez exactement celui des prix. Il y a entre les deux phéno-

(1) La plupart des statistiques données dans ce chapitre sont tirées de la revue anglaise *The Economist*, dont le correspondant à Berlin donne toutes les semaines des indications précises sur la situation économique, financière et monétaire de l'Allemagne.

mènes une concordance certaine, particulièrement marquée pendant l'année 1926, au cours de laquelle on peut noter une brusque disparition du déficit de la balance commerciale consécutive à une chute marquée de l'indice (1).

Les statistiques douanières du Reich exagèrent cependant de façon très manifeste l'excédent des importations, en donnant pour ces dernières des chiffres trop élevés et en minorant les exportations. Une correction officielle a été faite pour les années 1925-1928, qui donne une balance commerciale approximativement exacte, et que l'on a reproduite ci-dessous ; on a ajouté les chiffres ordinaires pour 1924 et pour 1913, dernière année normale antérieure à la guerre.

En millions de marks

Années	Importations	Exportations	Balance
1913	10.769	10.097	— 672
1924.	9.317	6.568	— 2.749
1925.	11.744	8.930,5	— 2.813,5
1926.	9.701,5	9.929,9	+ 228,4
1927.	13.801,3	10.375,7	— 3.425,6
1928.	13.643,7	11.785,7	— 1.858

L'effort à faire de la part de l'Allemagne pour combler ce déficit et provoquer l'excédent nécessaire n'est cependant pas aussi important qu'il semble, parce qu'au cours de ces années, une partie des versements aux Alliés ont été effectués en prestations : or celles-ci ne

(1) Voir *infra*, p. 158 et suivantes.

figurent pas dans les chiffres précédents ; elles ont modifié l'aspect de la balance de la façon suivante :

	1925	1926	1927	1928
Livraisons en nature.	520,4	630,8	577,6	658,3
Nouvelle balance pas-				
sive.	2.293,1	859,2	2.848	1.199,7

On arrive ainsi à une balance passive totale de 5.481,6 millions de marks seulement, dont il ne faut pas exagérer l'importance. On doit remarquer en effet que les exportations ont cru d'une façon très régulière et ont atteint en 1928 un chiffre supérieur de près de 3 milliards au chiffre de 1925. Les exportations de produits manufacturés en particulier sont passés de 4.874 millions de marks en 1925 à 5.989 millions en 1928 (1) (principaux articles seulement). Le chiffre des ventes est

(1) Le supplément économique du Temps du 1^{er} avril 1929 donne le tableau suivant qui montre la régularité avec laquelle se sont développées les industries exportatrices allemandes.

Ce sont les chiffres des principales exportations en millions de marks.

	1925	1926	1927	1928
Produits sidérurgiques	1275	1411	1457	1510
Tissus.	905	933	989	1036
Machines textiles.	137	148	161	203
Machines outils.	101	119	135	164
Produits électro techniques. . .	275	310	326	398
Colorants, vernis et laques. . .	295	304	337	346
Charbon et coke.	717	1164	890	746
Papier et articles en papier. . .	309	355	338	366
Pelletteries	147	155	226	305
Vêtements et lingerie	96	105	141	154
Cuir.	205	211	230	258
Verrerie	170	187	193	211
Sulfate d'ammoniaque	120	155	138	162
Jouets.	111	105	114	122
Totaux.	4874	5662	5672	5989

depuis 1928, pour une Allemagne très diminuée, au moins égal à celui d'avant-guerre. Dans les cinq années qui ont précédé 1914 leur moyenne mensuelle avait été de 687 millions de marks, c'est-à-dire 955 millions environ à l'heure actuelle, compte tenu de la dépréciation de l'or. En 1928, la moyenne mensuelle a été de 982 millions de marks, et de 1037, si l'on ajoute à ce chiffre celui des prestations en nature.

L'augmentation plus forte encore des importations s'est surtout manifestée dans la rubrique des produits alimentaires et dans celle des matières nécessaires à l'industrie. L'Allemagne ne semble pas pouvoir dans les années qui viennent réduire ces importations d'une façon très sensible puisqu'elles servent à nourrir sa population et à faire marcher ses usines. Tout au plus lui serait-il loisible de diminuer un peu ceux de ses achats de produits alimentaires qui correspondent à des consommations de luxe. Le développement considérable de ses facultés productrices depuis la guerre lui permettra plutôt d'augmenter ses exportations. Elle pourra le faire à la fois en réduisant sa consommation, c'est-à-dire son train de vie, par rapport à sa production, et en cessant de consacrer des sommes aussi importantes qu'à l'heure actuelle à l'extension de son outillage économique. Elle devra notamment consacrer aux exportations une partie plus importante des produits fabriqués avec des matières premières importées. Mais pour cela la condition première est que les industriels, les Etats et les municipalités allemands cessent d'emprunter à l'extérieur de façon continue.

* * *

Depuis la mise en œuvre du plan Dawes, la réalisation des conditions nécessaires pour que s'effectue normalement le processus des transferts, s'est faite à deux reprises différentes, pendant le premier semestre de 1926, et dans la période correspondante de 1929.

Dès le début de 1925, le gouvernement allemand s'était efforcé de réduire le recours au crédit étranger. Il avait constitué à cette époque un organisme consultatif, le *Beratungsstelle*, chargé de donner son avis sur les projets d'emprunts des Etats, des villes et des entreprises dépendant ou placées sous le contrôle de ces collectivités. Ce contrôle préventif avait réussi dans une certaine mesure à ralentir les prêts au dehors.

Au cours de la première moitié de l'année 1926, les emprunts extérieurs à long terme continuèrent, quoique d'une façon quelque peu ralentie : ils totalisèrent dans ce semestre 720 millions de marks. Mais en même temps, l'Allemagne exportait des quantités de capital bien supérieures sous forme de crédits à court terme et de paiements pour des investissements à l'étranger. C'est que sur les places extérieures et notamment à New-York, le taux de l'argent était beaucoup plus élevé que celui que l'on pouvait trouver sur le marché allemand.

Une fois de plus on allait voir les marchandises suivre le capital. L'exode d'une grande quantité de fonds liquides provoqua un ralentissement de l'activité économique, un chômage important et une baisse de prix.

L'indice officiel des prix de gros, dont la moyenne pour 1925 était de 141,8, passait :

En janvier 1926 à	121,5
En février 1926 à	118,4
En mars 1926 à	118,3
En avril 1926 à	122,7
En mai 1926 à	123,2
En juin 1926 à	124,6

Les ventes à l'étranger s'accrurent aussitôt en conséquence, et notamment les ventes de produits manufacturés ; les achats diminuèrent, surtout les achats de matières brutes, à cause de la crise industrielle. Le déficit de la balance commerciale s'atténua, puis disparut pour faire place à un assez large excédent :

En milliers de marks

Mois	Importations	Exportations	Balance
novembre 1925. . .	893.236	796.221	— 97.015
décembre 1925. . .	764.674	798.346	+ 33.672
janvier 1926. . . .	733.387	801.472	+ 68.085
février 1926. . . .	721.159	787.876	+ 66.717
mars 1926.	686.811	926.965	+ 240.154
avril 1926.	728.973	781.695	+ 52.722
mai 1926.	706.526	731.480	+ 24.954
juin 1926	795.942	760.579	— 35.363

L'exportation de capital due à des causes économiques se doublait des exportations nécessitées par le paiement des réparations. Des unes et des autres on ne

possède pas de statistiques relatives au seul premier semestre. Pour l'année entière 330 millions de marks ont été versés en espèces du chef du plan Dawes, et 673 millions de livraisons en nature ont été envoyés aux créanciers. Les recettes provenant des emprunts et des crédits étrangers se sont montées à 700 millions, dont 667 ajoutés aux réserves de la Reichsbank, soit 33 millions net seulement (exportations du premier semestre et importations du second semestre paraissent s'être sensiblement compensées). L'importation nette de capitaux a donc été contrebalancée par des exportations correspondantes de capitaux et de services. Un surplus de l'actif de l'Allemagne sur son passif était apparu, et le Reich pouvait en 1926 s'acquitter à peu près complètement, sans aide extérieure, de ses engagements. La cessation de l'afflux des capitaux étrangers avait permis à la taxation instituée pour couvrir les paiements de la dette de réparations de produire ses effets et de créer un surplus d'exportations.

Ce surplus aurait été plus considérable encore, et sans doute tout à fait suffisant, si l'évolution constatée au début de l'année avait pu se continuer et se maintenir. Mais dès les mois de juin-juillet, on voit le mouvement des capitaux se renverser et les prêts extérieurs se faire de plus en plus importants. C'est que les besoins de capitaux de l'Allemagne n'avaient pas encore été satisfaits ; elle ne pouvait pas encore se suffire à elle-même pour compléter sa réorganisation industrielle.

On le vit bien en 1927 quand la Reichsbank, sur l'initiative de son Président, mena une campagne violente

contre la politique des emprunts extérieurs. Une crise boursière et une crise de crédit s'ensuivirent. Les emprunts à long terme s'arrêtèrent, et le volume de l'argent à court terme qui continuait à être attiré n'était pas suffisant pour compenser les paiements à faire pour les importations, le remboursement des anciens crédits à court terme, et les transferts de Réparation. Il en résulta une hausse des changes étrangers. Mais les réactions visant au rétablissement de l'équilibre de la balance ne se produisirent pas. La Reichsbank, en effet, ne voulait pas augmenter le taux de son escompte, et même elle le réduisit sensiblement afin de ne pas susciter de crise économique nouvelle ; d'autre part elle se rendit bientôt compte de la nécessité où se trouvait l'Allemagne de recourir encore au crédit extérieur, et mit un terme à sa politique restrictive.

*
* * *

Trois ans après la première crise de 1926, une seconde se produisait dans des conditions très analogues, mais avec des effets autrement considérables. Les émissions de valeurs allemandes, qui s'étaient élevées à une moyenne mensuelle de 126 millions de marks en 1926, 140 millions en 1927, et 137 en 1928, tombèrent brusquement au début de 1929 à 66 millions par mois ; elles totalisèrent pendant le premier trimestre 198 millions au lieu de 398 pendant la période correspondante de 1928. C'est que la Reichsbank, pour des fins qui n'étaient peut-être pas purement techniques, puisque ce changement de

politique coïncidait avec la réunion du Comité Young, cessait tout d'un coup de rationner les crédits et d'encourager les importations de capitaux comme elle le faisait depuis la fin de 1927. On a vu qu'elle n'avait pu, précédemment, disposer d'un frein assez efficace sur les importations, et qu'elle avait dû renoncer au contrôle qu'elle avait essayé d'instituer. Mais ayant depuis un an renforcé systématiquement son encaisse métallique (en cinq ans elle a acheté plus de deux milliards de marks-or) elle disposait au contraire maintenant d'un instrument puissant.

Le 12 janvier 1929, le taux de l'escompte était abaissé de 7 à 6 1/2 0/0, et il n'était pas modifié quand un mois plus tard, la Banque d'Angleterre décidait d'élever le sien de 5 1/2 à 6 0/0 pour défendre la livre sterling. Non seulement les prêts à long terme se ralentirent, mais bientôt se produisirent des sorties importantes de fonds étrangers à court terme, attirés par la perspective d'une rémunération meilleure sur d'autres marchés (on s'attendait d'un moment à l'autre à une hausse du taux officiel à New-York) ; une grande partie des crédits à trois mois contractés en 1928 durent être remboursés. Enfin la balance des paiements était encore alourdie par des exportations de capitaux allemands, destinés à acheter des valeurs étrangères (notamment sur la place de Paris).

Devant ces sorties massives de capitaux, l'attitude de la Reichsbank ne se modifia pas. Elle laissa s'épuiser ses réserves de change, et bientôt on dût envisager des sorties d'or. La couverture métallique, qui était de 1.888 millions de marks au 7 janvier 1928 (plus 297 millions de

devises) et de 2.887 millions au 7 mars 1929 (127 millions de devises seulement), tombait à 2.178 millions le 23 avril et à 1.891 le 30, puis à 1.819 le 7 mai. Le pourcentage de la couverture de la circulation passait de près de 70 0/0 (y compris les devises) à 41 0/0. L'Allemagne perdait plus d'un milliard de marks d'or et de monnaies étrangères, sans faire acception de la réduction de ses réserves non officielles.

Mais depuis le début de mars 1929, les demandes de change dépassaient les besoins normaux que motivaient les sorties de capitaux. Il y avait des signes de ce que les Allemands appellent une « Angskaufe » de devises, c'est-à-dire des achats non provoqués par les besoins commerciaux. Les exportations de fonds, la baisse du change, la crise budgétaire, la diminution massive de l'encaisse-or suscitèrent des craintes dans le public, craintes que les déclarations officielles tendaient plutôt à aggraver et qui incitaient à acheter des devises pour se prémunir contre une baisse possible du mark.

Dans ces conditions on ne saurait accuser les transferts des Réparations d'avoir provoqué des troubles de change et entamé les réserves de la Reichsbank. En avril 1929, par exemple, les transferts en espèces se sont élevés à 87 millions de marks, et le total des transferts en monnaies étrangères (y compris le service de l'emprunt Dawes) à 131 millions. Or la Banque, durant ce même mois, a perdu environ 800 millions d'or et de change.

La suspension des transferts n'aurait donc pas fait disparaître les difficultés monétaires. Elle les aurait sans doute aggravées. La crise, en effet, étant surtout

une crise psychologique, une pareille décision de la part du Comité des transferts n'aurait pas été de nature à forcer la confiance à réapparaître. Le public aurait pensé que la stabilité du mark était sérieusement ébranlée, et son ardeur à se procurer des valeurs considérées comme valeurs-or n'aurait pas diminué. C'est une confirmation de ce que l'on disait au chapitre précédent sur la portée réelle de la clause des transferts.

Mais si cette crise n'a pas démontré les difficultés auxquelles le paiement des annuités de Réparation pouvait conduire l'Allemagne, par contre elle a, ¹comme la précédente, montré de quelle manière le Reich pouvait normalement faire face à ses obligations.

La circulation des billets a suivi la décroissance de l'encaisse métallique qui en assurait la couverture : elle était de 4.067 millions de marks le 7 mars 1928, de 4.484 le 7 janvier 1929, et de 4.442 le 7 mai. A cette déflation monétaire, peu accentuée d'ailleurs, s'ajoutait bientôt une déflation de crédit. Devant une débâcle possible, la Reichsbank était obligée d'élever le taux de son escompte (il passa de 6 1/2 à 7 1/2 0/0 le 25 avril), et surtout de limiter les crédits accordés par elle. Elle fixait un contingent à chaque banque, quant au montant des effets qui pourraient lui être présentés par elle, de façon à empêcher toute expansion de crédit qui financerait des achats de change, et à forcer peut-être les détenteurs de devises à réaliser.

L'effet de ces mesures de sauvegarde ne se fit pas attendre. Dès le mois de mai, les sorties d'or étaient arrêtées et la crise conjurée. Mais en ce qui concerne plus par-

ticulièrement les transferts, on peut remarquer que, dès le mois de février, des modifications s'étaient opérées dans la balance des comptes. Dès cette époque, en effet, la situation du commerce extérieur, qui s'était déjà améliorée en 1928 par rapport à 1927, prenait un aspect plus favorable encore. Le déficit ne disparaissait pas complètement, mais il apparaissait très réduit dans les statistiques mensuelles (les prestations en nature sont comprises dans les exportations ; chiffre en milliers de marks, et non corrigés) :

	Importations	Exportations	Balance
	—	—	—
Moyenne mensuelle			
pour 1928. . . .	1.170.416	1.004.416	— 166.000
Décembre 1928 .	1.100.870	1.028.939	— 71.931
Janvier 1929 . .	1.319.113	1.104.998	— 226.005
Février.	1.016.853	973.321	— 43.532
Mars.	1.021.930	983.524	— 35.914
Avril.	1.254.901	1.231.010	— 23.891
Mai	1.121.634	1.175.816	+ 54.182
Juin.	1.077.650	1.079.352	+ 1.702

Cette amélioration a suivi de très près le ralentissement des emprunts contractés à l'étranger. La baisse des prix n'est venue qu'ultérieurement. L'indice des prix de gros avait été de 140 pour l'ensemble de l'année 1928 et de 139,9 en décembre ; il s'abaissa à :

138,8 en janvier 1929
 139,7 février
 139,5 mars

137,2	avril
135,8	mai
135,1	juin

Encore cette baisse n'était-elle due que partiellement aux événements monétaires, et pour une part plus importante à la chute des prix agricoles, fait à cette époque à peu près général. C'est ce que montre le tableau ci-dessous, qui donne les indices des différentes catégories de marchandises :

	Moyenne mensuelle de décembre 1928	24 avril 1929
Produits agricoles . . .	134,1	126,8
Produits bruts et semi- manufacturés	134,1	132,2
Produits manufacturés .	159,5	157,7

C'est en somme l'arrêt des entrées de capitaux, provoquant un certain ralentissement de l'activité économique, qui est à la base du retournement de la situation. Importations et exportations ont diminué, mais les premières plus que les secondes parce que les ressources des importateurs se trouvaient brusquement diminuées : d'où une balance moins déficitaire. La baisse des prix, dans la mesure où elle était due à la nouvelle politique monétaire, a ensuite fait sentir ses effets, les ventes se sont trouvées stimulées, cependant que la reprise de l'activité économique permettait en même temps aux achats d'atteindre presque leur niveau antérieur.

L'Allemagne n'est pas encore dans une situation telle qu'elle puisse faire face par ses seuls moyens au transfert de ses engagements extérieurs. Mais, du moins, la voie à suivre, lui est-elle nettement indiquée ; l'expérience a montré que, dès le moment où cessent les emprunts au dehors, les mouvements de marchandises s'ajustent de façon qu'un surplus d'exportations se développe, et qu'un excédent d'actif se crée, suffisant pour liquider le passif des obligations contractées. L'aisance avec laquelle, en toutes circonstances, les transferts se sont effectués sous le régime du plan Dawes a montré l'inutilité de leur réglementation ; elle n'est sans doute pas étrangère aux dispositions nouvelles recommandées par les experts chargés au début de 1929 de proposer un plan de règlement définitif de la question des Réparations.

CHAPITRE IV

Le plan Young

Les auteurs du plan Dawes étaient partis de l'idée que les annuités de Réparation pourraient être payées seulement si l'Allemagne était capable de développer un excédent dans sa balance des comptes ; l'expérience seule pouvait apprendre de quel ordre de grandeur serait cet excédent, et c'est en fonction de celui-ci que les transferts seraient effectués. — Les experts de 1929 parlent encore de la capacité de transfert du Reich, mais la conception qu'ils s'en font est loin d'être la même.

Les cinq années d'application du plan Dawes n'ont pas montré que le débiteur avait pu créer un surplus d'exportations ; tout au plus à deux reprises s'est-il manifesté une tendance à voir ces dernières augmenter par rapport aux importations. Mais au total les paiements n'ont été transférés que grâce à des emprunts extérieurs continus et massifs. Malgré cela le plan Young déclare que les annuités nouvelles dont il fixe le montant sont susceptibles d'être non seulement payées, mais transférées aisément. Les réserves introduites quant au non paiement éventuel d'une partie des obligations allemandes sont représentées comme une concession faite aux scrupules des représentants du débiteur, désireux que leur pays s'acquitte avec une parfaite régularité. « La différence,

« est-il dit (1), entre les deux chiffres (partie condition-
« nelle et montant total de l'annuité) ne doit pas être
« considérée comme témoignant d'un doute dans nos
« esprits relativement à la capacité de transfert ou de
« paiement de l'Allemagne ; elle représente plutôt la
« concession faite en présence de la détermination, hono-
« rable d'ailleurs, des experts allemands de ne pas accep-
« ter sans condition la responsabilité d'une obligation
« dont ils ne seraient pas certains que l'Allemagne puisse
« garantir l'exécution en toutes circonstances. Toutefois,
« il y a lieu de souligner le fait que le montant total de
« l'annuité proposée... est un montant que les experts
« (des pays créanciers) ont toute raison de considérer
« comme susceptible d'être à la fois payé et transféré
« par l'Allemagne ». Il y a loin de ces affirmations et de
cette confiance aux hésitations et aux incertitudes du
plan Dawes.

C'est que, depuis 1924, la question des transferts a évolué, ou plus exactement le point de vue sous lequel on l'envisage n'est plus le même. En 1924, on était encore dans la période des troubles de change et des désordres budgétaires. Les économistes et les publicistes anglo-saxons dominaient l'opinion publique. Les transferts apparaissaient comme un problème économique et monétaire de première importance. En 1929, l'expérience a montré que les craintes suscitées par la difficulté possible des transferts étaient exagérées. La stabilité des changes est partout rétablie. On voit que le paiement des Répara-

(1) Cf. Plan Young, chap. VII.

tions n'est pas de nature à compromettre la valeur du mark, et que les difficultés qu'il pourra faire naître seront surtout des difficultés financières. Dès ce moment le problème des transferts devient plutôt un problème politique.

Le but principal de la réunion du comité Young était de fixer définitivement le chiffre de la dette allemande, et partant d'en permettre la commercialisation et une mobilisation partielle. Il fallait donc déterminer le chiffre et le nombre des annuités d'une part, donner d'autre part des garanties sérieuses aux souscripteurs éventuels des émissions futures. La réglementation des transferts était, pour atteindre le premier but, une gêne, pour atteindre le second, un obstacle prohibitif.

La clause de transfert accordée à l'Allemagne était tout d'abord une arme entre les mains de ses représentants. Ils ne voulaient y renoncer, au moins partiellement, que moyennant une forte réduction de la dette. D'autre part, ils n'entendaient pas y renoncer complètement, car c'eût été convenir que l'obligation allemande tout entière était devenue une obligation commerciale, donc mobilisable. C'était fermer la porte à toute négociation ultérieure visant à une réduction plus marquée encore, soit pour des motifs politiques, soit parce que les Etats-Unis, de leur côté, accorderaient aux Alliés des facilités nouvelles.

Sans doute le motif officiellement donné par le plan Young est-il qu'il faut prévoir comme possible chez le débiteur une année « de tension ou de difficultés » pendant laquelle la capacité maxima de paiement et de

transfert serait bien inférieure à la capacité normale. C'est déjà un progrès notable sur le plan Dawes qui déclare ne pouvoir, en aucune façon, prévoir cette capacité. Mais on ne voit pas pourquoi cette période éventuelle de difficultés laisserait l'Allemagne capable de transférer l'annuité dite inconditionnelle : si les difficultés sont vraiment sérieuses, ne pourraient-elles pas mener à une impossibilité absolue d'effectuer toute espèce de versement ? En réalité la clause de report des transferts paraît avoir plutôt pour raison d'être d'empêcher la mobilisation totale et d'assimiler plus étroitement le sort de la dette de Réparation à celui des dettes interalliées.

*
* *

Comment le plan Young prévoit-il que les annuités seront transférées aux créanciers ? A cet égard les règles qu'il propose sont beaucoup moins strictes que celles qui avaient été édictées par le plan Dawes, aussi bien quant à la forme que quant à la quotité des versements.

Quant à la forme, le principe est posé des versements en espèces. Les prestations en nature, pour toutes sortes de raisons, tant théoriques que pratiques, sont condamnées ; et si leur application est maintenue encore pendant un certain nombre d'années, c'est simplement pour ne pas bouleverser les habitudes acquises et ne pas apporter un trouble trop sérieux dans la situation commerciale de l'Allemagne. Encore la part conservée dans le paiement de la partie différable de l'annuité est-elle

chaque année décroissante, jusqu'à disparition complète (1).

D'autre part, on ne fait plus de distinction de principe entre les paiements du Reich à l'Agent des Alliés (que ce soit l'Agent général ou la Banque internationale des Règlements) et le transfert de ces paiements auxdits Alliés. Le gouvernement allemand fera les versements convenus au compte des Réparations à la Banque des règlements en monnaies étrangères tout au moins pour la part qui n'est pas destinée à couvrir des dépenses en Allemagne même (marchandises en nature, etc.) ; cette dernière est naturellement réglée en reichsmarks (2). C'est ce gouvernement aussi qui se trouve chargé de convertir en devises les marks livrés au compte du « trust des annuités » par la Compagnie des chemins de fer allemands ; il reçoit ces marks en échange. Il doit même se conformer, dans certaines limites, aux indications que lui donne la Banque en ce qui concerne le choix des monnaies qu'il achètera. Il devient en somme, et sous la réserve de la mise en vigueur des clauses relatives à la suspension des transferts, responsable des conversions à faire. Quant à la stabilité du mark elle n'est plus envisagée que sous l'angle des intérêts des créanciers, c'est-à-dire pour garantir une valeur constante aux paiements qu'ils recevront, et non plus du point de vue du débiteur, c'est-à-dire pour empêcher celui-ci de connaître à nouveau la débâcle monétaire.

(1) Cf. Plan Young, chap. VIII, § I.

(2) *Ibid.*, Annexe I, chap. VIII.

Les Experts tiennent pour assuré que, dans des circonstances normales, les transferts s'effectueront aisément. Peut-être partagent-ils l'opinion des théoriciens qui croient à un rétablissement spontané de la balance des comptes et de la balance commerciale (ou du moins à une tendance vers un rétablissement). Mais cependant ils n'ont pas suivi logiquement cette idée, soit pour les motifs indiqués plus haut, soit pour répondre aux vœux de ceux qui craignent vraiment la difficulté des conversions de marks ; et ils ont recommandé une disposition qui vise, comme la réglementation ancienne tout entière, à mesurer la quotité des transferts aux possibilités du moment (1).

L'annuité future est divisée en deux parties très inégales, une partie dénommée non différable, et une autre dite à transfert différable. La première représente pour l'Allemagne une obligation définitive et inconditionnelle ; son paiement et son transfert ne sauraient être retardés pour quelque cause que ce soit. Les auteurs du plan ont estimé que cette part de l'annuité était fixée suffisamment bas pour qu'à aucun moment on put craindre de ce chef des répercussions économiques ou financières fâcheuses. C'est là, nous l'avons déjà indiqué, une disposition dont le moins qu'on puisse dire est qu'elle est illogique, et contradictoire avec le but qui est représenté comme ayant inspiré la clause de report.

Cette clause s'applique à la seconde partie de l'annuité. C'est une « précaution supplémentaire » permettant

(1) *Ibid.*, chap. VIII, § c et d, et annexe IV tout entière.

à l'Allemagne, en cas de difficultés économiques particulières, de différer le transfert de ses paiements sous certaines conditions. Ce report est autorisé pour une période n'excédant pas deux années, moyennant un préavis de 90 jours ; il peut s'appliquer soit à la totalité, soit à une partie de l'annuité conditionnelle. Il ne pourra dépasser la période prévue, c'est-à-dire que, au cours de la seconde année, les transferts venant à échéance ne pourront être suspendus pour plus d'une année, sauf le cas où ceux venant à échéance au cours de la première année auraient pu avoir lieu. Et ainsi de suite pour les années suivantes.

Toutefois, des précautions sont prévues pour s'assurer que le gouvernement allemand n'a pris qu'à bon escient l'initiative de cette mesure. Un comité consultatif spécial est organisé à la Banque des règlements. Il sera convoqué en cas de suspension des transferts, ou quand le Reich aura fait savoir à la Banque et aux Etats créanciers que la situation économique et monétaire de l'Allemagne serait troublée si l'on continuait à procéder à la totalité ou à partie des transferts. Le Comité examinera alors, à titre purement consultatif, et sans prendre l'initiative d'aucune mesure, quelle est la situation de l'Allemagne et quelles dispositions pourraient être envisagées pour assurer l'application du plan.

La clause de report est en somme une mesure tout à fait exceptionnelle. Les experts insistent à diverses reprises sur ce fait qu'elle est simplement une marge de précaution supplémentaire, qu'il s'agit de protéger l'Allemagne contre une courte période de dépression ; il n'y a,

d'après eux, aucune raison pour que normalement cette disposition soit appelée à jouer. On voit le progrès réalisé depuis le plan Dawes, qui admettait très bien que l'Allemagne fût incapable de procéder à aucune conversion de marks sans ébranler son change, et qui n'avait même pas voulu s'aventurer à prescrire le transfert obligatoire d'une part, si petite fût-elle, de l'annuité.

Cependant le plan Young se rapproche du précédent dans une des dispositions de celui-ci généralement considérée comme assez peu heureuse. Il s'agit de l'emploi à donner aux paiements que le gouvernement allemand décide de ne pas transférer. A cet égard le plan Dawes prescrivait au Comité des Transferts de placer les fonds disponibles en Allemagne même, soit au compte de l'Agent général à la Reichsbank, soit en obligations et autres placements sur le marché intérieur, en attendant une suspension complète des paiements une fois atteint le plafond de 5 milliards.

D'après le plan Young, les paiements dont la conversion en devises étrangères est différée sont versés à la Reichsbank, au compte de la Banque des Règlements, en Reichsmarks. Ils devront continuer à être faits pendant un an au moins à dater de la suspension de transfert (1), après quoi ils pourront être réduits jusqu'à concurrence de moitié des sommes exigibles dont le transfert pourra continuer à être différé ; cette quotité est susceptible d'être augmentée sur l'avis du Comité consultatif précédemment étudié. C'est là une première disposition criti-

(1) *Ibid.*, Annexe IV, § 3

quable. La cessation des transferts déjà, on l'a vu dans le chapitre relatif au plan Dawes, n'aura pas servi à rendre les transferts ultérieurs plus aisés, puisque c'est leur continuation seule qui en assure à tout moment la possibilité. L'arrêt des paiements de Réparation, ne fût-il que partiel, loin de permettre les réactions nécessaires au rétablissement de la situation, ne peut qu'accroître l'aisance monétaire du débiteur et que provoquer une tendance à la hausse des prix.

L'emploi des Reichsmarks demeurant en caisse à la Reichsbank au compte de la Banque, ou qui continuent à s'accumuler, ne peut qu'aboutir aux mêmes résultats défavorables. Leur placement aurait en effet pour répercussion naturelle d'augmenter les disponibilités du marché monétaire ou du marché des capitaux en Allemagne.

Deux atténuations, il est vrai, sont envisagées. D'une part l'utilisation des fonds n'est pas obligatoire ; et afin de ne pas inciter la Banque des Règlements à faire des placements coûte que coûte pour ne pas perdre le loyer de l'argent qu'elle possède à son compte, un intérêt assez considérable sera servi par le gouvernement allemand sur le montant des sommes dont le transfert a été remis et qui n'ont pas été investies. Cet intérêt sera de 1 0/0 supérieur au taux d'escompte de la Reichsbank, sans pouvoir dépasser 5 1/2 0/0 (1).

D'autre part il sera possible, en disposant des fonds non transférés, de mettre sur pied des programmes de livrai-

(1) Annexe IV, § 5.

sons en nature : pendant les dix premières années en étendant les programmes régulièrement prévus, et ultérieurement en établissant des programmes spéciaux permettant aux puissances créancières de recevoir encore une partie des paiements qui leur reviennent ; les inconvénients des prestations sont sans doute considérés comme moindres que ceux résultant d'une cessation complète de toute espèce de versement (1).

La réglementation nouvelle des transferts imaginée par le plan Young est donc beaucoup plus rationnelle que la précédente. Théoriquement même, en supposant que l'on soit encore dans la première année (où les paiements continuent à être faits) et que les sommes reçues ne soient pas utilisées, ou servent à financer des livraisons en nature, le mécanisme serait de nature à ne pas nuire aux transferts futurs, et peut-être à les faciliter, tout en ménageant la situation actuelle du mark. Mais on peut se demander si en présence de l'accumulation de fonds au crédit de la Banque des Règlements, la Reichsbank ne serait pas incitée à accorder plus largement des crédits aux particuliers et aux sociétés. D'ailleurs, il semble difficile de concevoir qu'une période de crise économique puisse mettre l'Allemagne dans l'embarras quant à la réalisation des transferts. C'est à de tels moments au contraire que les balances commerciales ont tendance à s'améliorer, que les importations diminuent, que les exportations, par suite de la baisse des prix, se développent. Il s'agirait

(1) *Id.*, § 4.

bien plutôt alors de difficultés financières et budgétaires ; mais on retombe dans le domaine de la capacité de paiement du pays débiteur, et le plan Young déclare les annuités fixées suffisamment modérées pour ne pas mettre en danger les finances de l'Allemagne.

* *

La disposition la plus originale du nouveau plan de règlement des réparations est celle relative à la création d'une Banque Internationale des règlements : elle est intimement liée à la question des Transferts.

C'est cette Banque qui devient l'agent des gouvernements créanciers, leur trustee, pour tout ce qui concerne l'encaissement et la répartition des annuités. On a voulu supprimer tous les organismes administratifs issus du plan Dawes et substituer à leur fonctionnement un mécanisme de caractère commercial et financier, qui sortirait définitivement la question des Réparations du domaine politique (1).

« L'Allemagne, disent les Experts, assumera la responsabilité de réunir et de transférer les annuités, et la Banque « aura pour tâche de les recevoir et de les reverser ». La formule indique très clairement quelles sont les fonctions du nouvel établissement. Elle montre qu'il n'y a rien de changé dans le fond du processus des transferts ; mais la Banque des Règlements apporte en fait des facilités incontestables, et d'autre part sa constitution

(1) *Ibid.*, chap. VI et Annexe I.

est l'indice d'une évolution déjà ancienne, mais de plus en plus accélérée qui apparaît dans les échanges internationaux et les mouvements de capitaux.

Du fait même des ressources importantes dont elle est appelée à disposer, la Banque est capable d'aider le débiteur, dans une période difficile, à opérer le rétablissement de sa balance des comptes. Normalement celui-ci pourrait y arriver par ses seules forces en élevant le taux de son escompte pour attirer provisoirement les capitaux flottants sur le marché international. Mais cette mesure en général ne constitue pas une mesure préventive ; elle n'est prise que lorsque la crise est survenue, ou tout au moins quand elle est absolument imminente. L'intervention de la Banque des Règlements permettra d'éviter une tension analogue et d'attendre le moment où des dispositions efficaces auront été adoptées, pour effectuer le redressement nécessaire. Elle se manifestera par une assistance temporaire sous forme d'ouvertures de crédits ; ces crédits en devises étrangères permettront de satisfaire le créancier jusqu'à ce que les conversions de marks puissent reprendre sans heurts et sans danger pour la stabilité de la monnaie allemande.

Les dispositions prévues par le plan sont plus contestables en ce qui concerne l'emploi des reichsmarks qui vont s'accumuler au compte de la Banque à la Reichsbank. Comme précédemment à propos de la clause de transfert, ces fonds pourront être restitués à l'économie allemande sous forme de prêts ou de placements. On dira que l'on arrive au même résultat qu'en attirant les capitaux étrangers, c'est-à-dire que l'on réduit la contrac-

tion monétaire. Mais ici la mesure ne s'accompagne pas d'une élévation du taux de l'escompte, en telle sorte que l'on pourrait aboutir à une reprise intempestive qui contrarierait des transferts ultérieurs.

Quoi qu'il en soit, il demeure que cette organisation nouvelle rendra plus aisée pour l'Allemagne l'exécution de ses obligations. Elle facilitera aussi aux pays alliés le règlement de leurs dettes propres. La Banque à cet égard fera l'office d'une Chambre internationale de compensation. Les versements de l'Allemagne, inscrits au compte du trust des annuités, seront répartis entre les diverses parties prenantes par de simples virements au crédit de leur compte. Ces créanciers à leur tour utiliseront les sommes qu'ils ont en compte soit pour des paiements à faire chez eux, soit pour éteindre une dette extérieure. Dans le premier cas, ils rapatrieront les fonds, après conversion s'il y a lieu. Dans le second cas ils feront faire par la Banque des Règlements un virement de leur compte propre au compte de la nation dont ils sont débiteurs ; cette hypothèse se réalisera souvent, puisque la plus grande partie des annuités allemandes est destinée à couvrir les dettes interalliées.

L'avantage de ce procédé est très grand ; il évite des frais et des incertitudes de toutes sortes. On revient en somme à ce que l'Allemagne paye directement les créanciers définitifs, sans que l'on ait besoin de passer par l'intermédiaire d'un ou de plusieurs autres pays. Sans doute les transferts se feront toujours par les mêmes moyens, c'est-à-dire qu'ils aboutiront à des envois de marchandises ou à des prestations de services ; mais ces

échangés matériels se verront extrêmement simplifiés, et en particulier le truchement des prestations en nature, qui jouait sous le plan Dawes un rôle si important, disparaît tout à fait.

Il y a plus. Cette extension aux rapports internationaux des habitudes bancaires internes, et notamment de la pratique des virements, aboutira peut-être à généraliser, comme à l'intérieur même des Etats, l'usage du crédit, et à retarder le dénouement des opérations financières. C'est à une tendance que nous avons déjà notée à propos des achats de devises effectués par la Banque de France, achats qui sont restés longtemps et resteront peut-être encore sans répercussions immédiates sur les échanges de marchandises. La création de la Banque des Règlements est propre à donner à cette tendance une impulsion nouvelle. Sous son influence les divers marchés nationaux se rapprocheraient de plus en plus pour ne plus former, sous certains rapports, qu'un seul marché international.

C'est là une évolution qui, sans bouleverser la nature même des échanges de capitaux, pourra en modifier les répercussions et donner à la question des transferts des aspects inédits.

CONCLUSION

Il n'existe plus à l'heure actuelle de raisons qui puissent faire supposer que l'Allemagne soit un jour ou l'autre mise dans l'incapacité de transférer les annuités dont elle a la charge. L'exemple des cinq années d'application du plan Dawes, le développement continu des industries exportatrices d'outre-Rhin, l'expérience deux fois renouvelée du rétablissement de la balance commerciale, enfin la tenue du change allemand sont autant de facteurs qui permettent cette affirmation. Les experts du plan Young s'en sont autorisés pour supprimer presque complètement la réglementation antérieure. Toute la question n'est plus que de savoir à quel moment le Reich cessera de recourir aux emprunts étrangers, et arrivera par ses moyens propres à couvrir l'ensemble du passif et sa balance des comptes.

A cet égard, deux conceptions et deux intérêts s'opposent : ceux des États-Unis et ceux de l'Europe. Pour les auteurs américains, la période des grandes opérations de crédit est loin d'être close. La guerre a provoqué un changement durable dans la situation respective des deux continents. Les États-Unis autrefois étaient un pays normalement débiteur parce qu'ils avaient dû demander au dehors les capitaux dont ils avaient besoin pour leur développement économique ; ils n'avaient encore pu rembourser leurs créanciers, tout le surplus de

production dont ils disposaient étant employé chez eux comme capital productif. Pendant les hostilités, l'accroissement de leurs exportations leur a permis de liquider leur dette, puis de renverser à leur profit la balance des capitaux : ils sont devenus depuis un pays normalement créancier.

L'Europe à l'inverse, a perdu du fait des mêmes événements la plus grande part de l'actif accumulé pendant les années antérieures. Elle s'est ensuite lourdement endettée tant pour faire face aux besoins de capitaux nouveaux qu'elle était incapable de satisfaire, que pour assurer le service des engagements contractés. Le temps est encore éloigné où elle pourra développer chez elle un surplus exportable suffisant pour liquider sa balance débitrice. L'Allemagne, en particulier, aura pendant longtemps encore besoin de capital étranger, car c'est elle qui a subi les pertes les plus lourdes. Tant que ce besoin ne sera pas satisfait, elle continuera à effectuer les transferts de réparation au moyen d'emprunts extérieurs.

Le flot des marchandises, partant des capitaux, se retournera peut-être un jour à la suite d'une demande extraordinaire analogue à celle que la dernière guerre a provoqué. Il est plus probable qu'il ne se retournera que graduellement, et certains vont jusqu'à essayer d'estimer la période qui s'écoulera avant que se fasse ce redressement de la situation.

Auld (1) part de la situation des Etats-Unis en 1926.

(1) *Op. cit.*

A cette date ceux-ci avaient prêté environ 15 milliards de dollars, et leur créance s'accroissait à une cadence de 7 à 800 millions par an. Or en 1914 l'Europe avait un solde créditeur sur les autres pays de 50 milliards, dont elle recevait les intérêts en faisant de nouveaux prêts. Il y a entre les deux positions une marge de 35 milliards ; si on divise ce chiffre par 700 millions, on voit qu'il n'y a rien d'in vraisemblable à ce que la même situation se prolonge encore une cinquantaine d'années.

Le professeur Feis (1) estime que les émissions faites sur le marché américain pour le compte d'autres pays peuvent continuer pendant longtemps. En effet les placements effectués à l'étranger ne représentent actuellement que 10 0/0 environ de l'épargne annuelle des Etats-Unis, tandis qu'avant la guerre les mêmes placements représentaient pour l'Angleterre et la France respectivement 50 et 35 à 40 0/0 de leur épargne nationale.

En réalité il est bien difficile de prévoir quelle pourra être l'évolution de la balance des comptes des Etats-Unis, et probablement faut-il faire, dans les opinions de certains auteurs, comme Auld, la part des exagérations du polémiste. Il semble néanmoins vraisemblable que l'Europe ne continuera pas indéfiniment à demander à d'autres continents les fonds qui lui manquent. Sa reconstruction est aujourd'hui presque achevée, et, si l'on met à part certains pays normalement déficitaires, comme l'Italie, et d'autres dont la mise en valeur n'est

(1) Comptes rendus de l'*Academy of Political Science* (New-York, vol. XII, n° 4, janvier 1928), cité par GIDEHONSE, *Transfert des réparations et le plan Dawes*.

pas encore commencée, comme la Russie, les grands Etats de l'Europe occidentale et centrale paraissent devoir à brève échéance non seulement se suffire à eux-mêmes, mais encore reprendre leur politique traditionnelle de larges placements au dehors. Si les Etats-Unis continuent à avoir besoin d'un débouché pour le surplus de leurs exportations et les revenus de leurs créances, d'autres marchés ne leur manqueront pas, où ils ont d'ailleurs depuis plusieurs années déjà commencé à envoyer l'excédent de leur épargne : Canada, Amérique latine, etc.

Mais à ce retour à une situation normale, des obstacles s'opposent. Une renaissance quasi universelle de la politique de protection douanière vient empêcher le rajustement du commerce international, ou tout au moins le rendre infiniment plus difficile. D'une part en effet, l'ampleur des disparités de prix qui réaliseront ce rajustement devra être bien supérieure afin de pouvoir surmonter ces obstacles ; d'autre part la difficulté même de la tâche en retarde l'accomplissement et ce retard à son tour rend le but plus difficile à atteindre, puisque les dettes à libérer s'augmentent dans l'intervalle des sommes qui ont été nécessaires pour couvrir le déficit demeurant.

Les tarifs douaniers ne sont pas un obstacle prohibitif aux transferts. Ils réduisent inévitablement les importations à destination du pays protégé ; mais, provoquant une hausse des prix intérieurs, ils sont aussi un obstacle aux exportations. D'un autre côté l'Etat débiteur, même si sa balance commerciale ne s'améliore pas

vis-à-vis de son créancier, procédera toujours aux transferts ; les exportations ont beau ne pas augmenter ou même diminuer, une part en représentera forcément le paiement de la dette ; la compensation se faisant une fois l'ajustement opéré par une réduction des importations. Seulement cet ajustement peut être très long à apparaître si les emprunts extérieurs continuent, et surtout si, une fois qu'il est réalisé, la nation créancière vient à élever encore ses droits de douane. C'est là ce qu'ont fait les États-Unis au début de 1929, quand ils ont modifié dans un sens plus protecteur les taux déjà extraordinairement élevés du tarif Fordney de 1922.

Si d'ailleurs les barrières douanières provoquent depuis la fin de la guerre un trouble aussi grand dans les transactions internationales, c'est non seulement à cause de la multiplication des frontières politiques et de la recrudescence des divers nationalismes, mais aussi en raison du désir des gouvernements d'éviter les conséquences, pourtant inéluctables, des transferts de capitaux.

Ces derniers, on l'a vu maintes fois plus haut, conduisent à des transferts ultérieurs de marchandises. Or les pays créanciers acceptent bien d'être remboursés de leurs avances afin de soulager leur budget ou d'en permettre la mise en équilibre ; mais ils voudraient bien que ces mêmes versements ne provoquent pas une concurrence, qu'ils estiment fâcheuse, à leur industrie et à leur commerce. Ils espèrent arrêter le jeu des lois économiques, en entravant les importations sans cependant arrêter le paiement des sommes qui leur sont dues. Il y a

là, comme on l'a écrit, une lutte entre les forces représentées par les Ministères du Commerce et du Travail d'une part, et par le Ministère des Finances d'autre part. C'est aussi, peut-on dire, une rivalité entre le producteur et le contribuable, si tant est que l'on puisse aisément séparer ces deux notions.

Le résultat de cette lutte est différent suivant la force et les besoins des deux parties en présence. Si les finances du pays créancier sont lourdement obérées, si les limites des facultés contributives des habitants sont près d'être atteintes, il y aura avantage à essayer tout d'abord de soulager le budget. Producteur et contribuable sont alors d'accord, car des impôts excessifs entravent l'activité du premier autant qu'ils exigent de sacrifices du second. C'est là ce qui s'est passé en France, où les pouvoirs publics ont compris qu'il fallait admettre des paiements allemands afin d'alléger les charges fiscales, et qu'il était indispensable pour cela d'abaisser les tarifs douaniers : le traité de commerce franco-allemand de 1927 est la conséquence de cette nécessité et la résultante de cet état d'esprit. Quand la situation financière s'est améliorée, la concurrence des livraisons allemandes s'est fait sentir plus vivement, et c'est sans trop de peine que la France a consenti à son débiteur un abattement important.

Là au contraire où les budgets de l'Etat se présentent en excédent, où les impôts sont pour chacun une charge relativement légère, on voudra avant tout sauvegarder les intérêts de la production. On le voudra d'autant plus si le créancier en question ne doit sa prospérité écono-

mique qu'au fait qu'il se suffit à lui-même dans toutes les branches de l'industrie et à l'élévation constante du niveau de vie de sa population. Telle est, par exemple, la politique du gouvernement américain ; une protection douanière toujours plus forte en est la manifestation la plus caractéristique.

Seulement ce but pourra-t-il toujours être réalisé ? Il est en contradiction avec la volonté maintes fois exprimée par les Etats-Unis de se voir payer par leurs débiteurs européens l'ensemble des engagements de ceux-ci. Il semble qu'il faille choisir entre les deux partis possibles. Jusqu'à présent les Etats-Unis ont écarté le choix et ont su se faire payer sans gêner leur industrie nationale. Ils ne le pourront pas toujours sans doute, car bientôt s'arrêteront les demandes de crédit de l'Europe. A ce moment, il leur faudra décider quel sacrifice leur coûtera le moins, et traduire en actes la logique qu'impose la théorie des transferts.

Les problèmes que soulèvent les mouvements internationaux de capitaux sont, en somme, tout aussi complexes quand on envisage le point de vue du créancier que lorsqu'on s'occupe seulement des intérêts du débiteur. Si l'équilibre des balances des comptes de deux pays se trouve rompu du fait de ces mouvements, il se rétablit bientôt grâce aux changements dans les niveaux respectifs des prix et aux modifications des échanges commerciaux. Mais deux questions doivent être résolues : d'une part la capacité de paiement du débiteur, d'autre part la capacité d'absorption du créancier. Le débiteur ne doit pas être épuisé par l'effort qu'on lui demande, le

créancier doit être en mesure de recevoir les marchandises que le débiteur est dans l'obligation de lui envoyer pour pouvoir se libérer. La théorie indique que les transferts ne pourront s'effectuer si la première condition n'est pas remplie. La réalisation de l'autre n'est pas indispensable ; mais son oubli aurait des conséquences tellement graves qu'on ne saurait la négliger sans porter une atteinte sérieuse au développement économique et à la prospérité matérielle de la nation créditrice.

Vu et permis d'imprimer :

*Le Recteur
de l'Académie de Paris,*
S. CHARLÉTY.

Vu :
*Le Doyen
de la Faculté de droit de Paris,*
H. BERTHÉLEMY.

Vu :
Le Président de la Thèse,
A. AFTALION.

BIBLIOGRAPHIE

I. OUVRAGES

- Aftallon (Albert).** — Monnaie, prix et change. Paris, Sirey, 1927.
- Aftallon (Albert).** — Monnaie et industrie. Paris, Sirey, 1929.
- Angell (James W.).** — Theory of International Prices. Harvard Economic Studies. Cambridge, 1926.
- Auld (George P.).** — The Dawes Plan and the New Economics. Doubleday, Page et C. New-York, 1927.
- Gideonse (Harry D.).** — Transfert des réparations et le plan Dawes Payot. Lausanne, 1928.
- Keynes (John Maynard).** — Les conséquences économiques de la paix. Traduction française, Gallimard. Paris, 1920.
- Kuczynski (Robert R.).** — American loans to Germany. Macmillan. New-York, 1927.
- Long (Robert Crozier).** — The mythology of Reparations. Duckworth. London, 1928.
- Moulton (Harold G.).** — The Reparation Plan. Macmillan. New-York, 1924.
- Moulton and Lewis.** — The French Debt Problem. Macmillan. New-York.
- Moulton and Mac Guire (Constantine).** — Germany's capacity to pay Macmillan. New-York, 1923.
- Mülhenfels (A. V.).** — Transfer. Betrachtung über Technik und Grenzen der Reparationsübertragung. Jena, G. Fischer, 1926.
- National Industrial Conference Board (the).** The Internally Debts and the United States. New-York, 1925.
- Rueff (Jacques).** — Théorie des Phénomènes monétaires. Payot. Paris, 1927.
- Rueff (Jacques).** — Une erreur économique : l'organisation des transferts. Paris, Gaston Doin, 1928.
- Schacht (Hjalmar).** — Die Stabilisierung der Mark. Berlin, 1928.
- Stamp (Sir Josiah).** — Le paiement des réparations et l'avenir du commerce international.

Stamp (Sir Josiah), Pirelli (A.) et Chalendar (A. de). — Le paiement des réparations et l'avenir du commerce international. Rapport présenté au Comité de la restauration économique de la Chambre de commerce internationale en mai 1925. Paris, Chambre de commerce internationale, 1925.

Taussig (F. W.). — International Trade. New-York, 1927.

Viner (Jacob). — Canada's Balance of International Indebtedness Harvard Economic Studies, vol. XXVI. Cambridge, 1924.

Williams (J. H.). — Argentine International Trade. Harvard Economic Studies, vol. XXII. Cambridge, 1920.

II. ARTICLES ET RAPPORTS

Aftalion (Albert). — Le Problème des transferts. Information financière, 4, 5, 6 et 8 janvier 1929.

Aftalion (Albert). — Les mouvements internationaux de capitaux. Information financière, 26 et 27 mars 1929.

Aftalion (Albert). La monnaie dirigée et les expériences américaines récentes. Information financière, 24 et 28 novembre 1928.

Aftalion (Albert). — Les réparations allemandes entraînent-elles nécessairement un accroissement de nos importations ? Information financière, 5 et 6 juin 1929.

Aftalion (Albert). — Les mouvements internationaux de capitaux et les déséquilibres qui en résultent. Information financière, 22 et 28 juin 1929.

Anderson (B. M.). — Procedure in paying the German indemnity. Chase Economic Bulletin, vol. I, n° 4, 20 avril 1921. — Consulter aussi les numéros du 28 avril 1924 et du 8 avril 1927.

Angell (James W.). — Reparations and the Cash Transfer Problem. Political Science Quarterly, vol. XLI, n° 3.

Angell (James W.). — The Payment of Reparations and Internally-Debts. Foreign Affairs, octobre 1926.

Auboin (Roger). — L'expertise des réparations. L'œuvre du prochain comité d'experts. Les bases d'une liquidation financière de la guerre. Europe nouvelle, 8 décembre 1928, p. 1670.

Carano Domito. — Indemnità di guerra e debiti interalleati. Riforma sociale, janvier-février 1925.

Descamp (Jules). — Réparations et transferts. Revue de Paris, 1^{er} août 1924, pages 677 à 691.

Graham (Frank D.). — International Trade under depreciated Paper. The United States 1862-79. Quarterly Journal of Economics, février 1922.

Graham (Frank D.). — Germany's capacity to pay. The American Economic Review, juin 1925, page 209.

Keynes (John Maynard). — The German Transfer Problem. The Economic Journal, mars 1929.

Minost (E). — L'organisation des transferts. Europe Nouvelle, 2 mars 1929.

Monroë (A. E.). — The French Indemnity of 1871 and its effects. Review of Economic Statistics, octobre 1919.

Moulton (Harold G.). — War Debts and International Trade Theory. The American Economic Review, décembre 1925.

Patterson (E. M.). — Repercussion upon International Commerce of reduced purchasing power. Proc. of The Academy of Political Science, New-York, vol. XIII, n° 3, juillet 1927.

Rist (Charles). — Les réparations. Revue d'Economie Politique, mars-avril 1925.

Rueff (Jacques). — A propos de la question des transferts. Revue politique et parlementaire, 10 mars 1929.

Salter (Sir Arthur). — The reconstruction of Hungary. Foreign Affairs, octobre 1926.

Say (Léon). — Rapport au nom de la Commission du budget de 1875 sur le paiement de l'indemnité de guerre et sur les opérations de change qui en ont été la conséquence (1874).

Silberling. — Financial and Monetary Policy in Great Britain during the Napoleonic Wars. Quarterly Journal of Economics, février-mars 1924, page 214.

Stamp (Sir Josiah). — Le problème des transferts. Revue politique et parlementaire, 10 juillet 1925, pages 49 à 66.

Taussig (F. W.). — Germany's Reparation payments. The American Economic Review, vol. X (mars 1920), n° 1, supplément, pages 33 à 49.

Williams (J. H.). — Germany's Foreign Trade and the Reparation payments. Quarterly Journal of Economics, volume 36, page 482.

Winston (A. P.). — Does Trade follow the Dollar ? The American Economic Review, septembre 1927.

Young (Allyn A.). — War Debts, external and internal. Foreign Affairs, mars 1924.

Le plan Dawes et le plan Young ont paru au Journal Officiel ; ils ont en outre été reproduits par de nombreux périodiques tels que le Temps, l'Europe Nouvelle, etc...

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	1
PREMIÈRE PARTIE. — <i>Les transferts internationaux</i> .	5
CHAPITRE PREMIER. — Le mécanisme des paiements internationaux. Comment se pose la question des transferts ?	5
CHAPITRE II. — Les mouvements de marchandises . .	21
CHAPITRE III. — Les mouvements de marchandises (suite).	37
CHAPITRE IV. — Réserves à la théorie traditionnelle des transferts	53
CHAPITRE V. — Les mouvements de capitaux	71
CHAPITRE VI. — Les transferts sous un régime de papier-monnaie inconvertible.	93
DEUXIÈME PARTIE. — <i>Les transferts des paiements de réparation</i>	111
CHAPITRE I. — Théories nouvelles relatives aux transferts.	111
CHAPITRE II. — Le plan Dawes et la réglementation des transferts	129
CHAPITRE III. — Les transferts sous le régime du plan Dawes.	147
CHAPITRE IV. — Le plan Young.	169
CONCLUSION	183
BIBLIOGRAPHIE.	191

